

摘 要

在现代社会，由于激烈的市场竞争，企业之间的并购日益频繁。最初的并购往往是通过股东之间的私下交易完成的，但由于这种收购有可能损害其他中小股东的利益，要约收购便应运而生。无论是其为上市公司收购提供的模式创新、推动上市公司并购行为的市场化，还是出于对战略性并购和大规模产业整合的引导和鼓励，要约收购对中国证券市场的健康发展具有显著的积极意义。

然而从 2003 年南钢股份要约收购案至今，我国证券市场还没有发生一起真正意义上的要约收购，其关键在于目前要约收购价格的制定存在缺陷。本文从要约收购的概念和内容入手，通过分析目前我国要约收购案例，总结出我国要约价格的特点和存在的缺陷，最后在对公司估值方法分析的基础上，对非流通股和流通股部分的最低要约价格分别予以改进，旨在规范要约收购的市场化运行。

关键词：上市公司，要约收购，最低要约价格，折现现金流量模型

Abstract

In the modern society, as a result of the intense market competition, the mergers and acquisitions (M&A) become more and more frequent between enterprises. The initial M&A was often achieved through the private transactions of shareholders, but this kind of M&A had the possibility to harm the other young shareholder's benefit, so tender offer then arised at the historic moment. Regardless of its pattern innovation for listed company, its marketable behavior to promote M&A between listed companies, or the guidance and the encouragement to strategic M&A and the large-scale industrial conformity, tender offer has the remarkable positive sense to the healthy development of stock market in China.

However, none of the true tender offers have happened in our stock market since the Nanjing Steel tender offer in 2003. The key problem is that the price of tender offer is unreasonable. This paper begins with the concept and content of tender offer, analyses the tender offer cases in our country, summarizes the characteristic and limitation of the price of tender offer, and finally improve the lowest pricing method on the non-circulation stock and the circulation stock separately on the base of the analysis of the company value estimate method. The purpose of these is to promote the marketability movement of tender offer in our country.

Keywords: listed company; tender offer, the lowest tender offer price, discounted cash flow model

声 明

本学位论文是我在导师的指导下取得的研究成果，尽我所知，在本学位论文中，除了加以标注和致谢的部分外，不包含其他人已经发表或公布过的研究成果，也不包含我为获得任何教育机构的学位或学历而使用过的材料。与我一同工作的同事对本学位论文做出的贡献均已论文中作了明确的说明。

研究生签名： 周艳娜

2005年6月28日

学位论文使用授权声明

南京理工大学有权保存本学位论文的电子和纸质文档，可以借阅或上网公布本学位论文的全部或部分内容，可以向有关部门或机构送交并授权其保存、借阅或上网公布本学位论文的全部或部分内容。对于保密论文，按保密的有关规定和程序处理。

研究生签名： 周艳娜

2005年6月28日

1 引言

1.1 选题背景与意义

自二十世纪以来，全球的并购浪潮随着经济的发展风起云涌。中国加入 WTO 后，经济进一步对外开放，并购在企业战略中日益显得重要。作为我国各个行业排头兵的上市公司，无论是经营状况还是企业的组织管理历来都是其他企业的榜样，也是其他企业未来发展模式的趋向。近年来随着国有企业股份制改造的推行，我国证券市场上市公司收购案件此起彼伏，收购兼并成为我国证券市场一个兴盛不衰的话题。

以前我国上市公司的收购以协议收购为主，达到要约收购条件的大都通过证监会的要约豁免，不被豁免的只能宣布收购失败，或者在收购时尽量将持股比例降低到 30% 以下，出现了很大一批“29%”现象。长期以来，通过协议收购这种兼并方式，许多奄奄一息的企业起死回生，同时由于相关制度不健全，监管意识和手段落后，在兼并重组过程中产生的诸如虚假重组、粉饰财务报表等不规范运作严重损害了我国证券市场的健康发展。南钢股份作为我国第一例要约收购的上市公司，成商集团作为第一例有流通股、法人股预受要约的上市公司，虽然都属于强制性要约收购，但让投资者初步认识到了要约收购这种新的收购模式。要约收购无论是其为上市公司收购提供的模式创新、推动上市公司并购行为的市场化，还是出于对战略性并购和大规模产业整合的引导和鼓励，对中国证券市场的健康发展都具有显著的积极意义，应该成为一种鼓励的方向，未来的上市公司收购中，不符合证监会豁免要约条件的收购，更多的将通过要约收购完成。作为中国资本市场的新鲜事物，要约收购的样本量并不多，但是它们的特征和共性可能影响甚至决定未来要约收购的走向及其监管，因此，对业已发生的要约收购案例进行梳理并深入分析，显然很有必要。本文拟对两年来发生的要约收购进行理论和实证分析，以期获得对中国要约收购现状及影响更为深入的认识。

2002 年 12 月 1 日起实施的《上市公司收购管理办法》放宽了收购人、支付方式的限制，并首次通过专门的法规对要约收购进行系统的规范。上市公司要约收购规则，是起于保护中小投资者权益的基本法理而制定的，旨在推动上市公司收购重组朝要约收购的方向进行，利用这种比协议收购更公开和更透明的收购方式来规范上市公司控制权市场，发挥证券市场的优化资源配置作用。但我国的上市公司要约收购在保护中小投资者的权益之外，还需面对诸多的历史遗留问题及现实问题，如非流通股和流通股割裂的特殊股权结构、上市公司是证券市场极其珍贵的壳资源等。面对这些问题，《上市公司收购管理办法》作了一些创新，尤其是对不同类别

股东的要约价格作了灵活的安排。其规定如下：(1)要约收购挂牌交易的同一种类股票的价格不低于下列价格中较高者：①在提示性公告日前六个月内，收购人买入被收购公司挂牌交易的该种股票所支付的最高价格；②在提示性公告日前三十个交易日内，被收购公司挂牌交易的该种股票的每日加权平均价格的算术平均值的百分之九十；(2)要约收购未挂牌交易股票的价格不低于下列价格中较高者：①在提示性公告日前六个月内，收购人取得被收购公司未挂牌交易股票所支付的最高价格；②被收购公司最近一期经审计的每股净资产值。特殊情况下需要对上述价格确定原则做调整执行的，收购人应当事先征得中国证监会同意。收购人提出的收购价格显失公平的，中国证监会可以要求其做出调整。

然而在实践的检验下，这些灵活性与市场化的规定，尽管能促进要约收购的盛行，但却导致要约收购普遍都流于形式，不是真正意义上的要约收购。我们不禁要思考：《上市公司要约收购办法》所制定的分类定价机制是否适合我国国情？最低要约价格标准是否真的合理？是否能真正起到保护中小股东的利益？如果不能，该如何改进现有的标准呢？探讨这些问题正是本文的写作目标。

1.2 研究现状

最早的要约收购案是 1953 年英国企业家查理斯·科洛要约收购西尔斯公司。在当时，这种收购案极大地震惊了资本市场，曾遇到了很多的阻力，随着后来收购成功和一系列收购活动的开展，要约收购因其公平、公开等优点逐渐在英国资本市场得到认可。60 年代后，要约收购开始在美国出现，并逐渐成为取得上市公司控制权的主要方式。到 1966 年，就已经发生了 106 家上市公司的要约收购案，这些收购案中大部分为敌意收购。进入 80 年代，并购之风再次吹起，新的金融工具的出现促进了要约收购和敌意收购的盛行。1986 年是一个要约收购高峰期，这一年中就发生了 183 起要约收购案，所涉及的资金额达 605 亿美元。最近，随着美国经济形势的好转，美国公司又掀起了新一轮的并购高潮，2004 年 2 月初，甲骨文公司以 94 亿美元向竞争对手仁科软件公司发出要约收购，事隔不到一周，美国最大的家族控制有限电视网络科姆卡斯特公司出价 487 亿美元，欲收购娱乐巨头迪斯尼公司^[39]。

20 世纪 80 年代以来，西方学者发展了各种理论和假设，对要约收购的动因和效果进行检验。Jarrell-Brickley-Netter(1988)对 1962 年初到 1985 年 12 月间的 663 起成功要约收购研究结果表明，目标企业收益率 60 年代为 19.5%、70 年代为 35%、1980-1985 年间为 30%^[11]。Michael Bradley 等人通过分析美国 1963-1984 年期间企业并购的数据发现，平均来说，一次成功的企业收购增加目标企业和收购企业的共同价值为 7.4%，并据此进一步认为，协同效应理论可以很好的解释要约收购的动因和效果，即企业收购可以使收购企业有效的控制目标企业的资源，重新配置两家企

业的资源，提高资产的收益率^[9]。P.Dodd 认为，在要约失败后，目标企业股价同样会大幅度地持续上升；在目标企业宣布拒绝要约后，其平均股价要高于目标企业拟被收购时的股价，估计平均上涨 11%^[12]。Jesen-Ruback(1983)实证研究表明，在收购要约公告后，目标公司股价平均上涨幅度为 17%-35%，目标公司股东在成功的收购中能获得约 20%的平均超额收益^[13]。

我国对要约收购这一市场化收购方式绝大部分仅限于从制定法律的角度出发，如秦勉（2004）认为借鉴英美等国在要约收购制度中的董事会治理经验，分析其权力与责任，这既是完善上市公司董事会制度的需要，也是构建我国要约收购制度所必须解决的问题；朱谦（2003）认为目标公司的中小股东常处于不利地位，其利益最易受到损害。对要约收购定价问题也只是对其合理性进行探讨，很少从实证角度进行论证与研究。特别是由于一直以来我国证券市场上并没有出现过真正意义上的要约收购，更是使此方面的研究显得相对缺乏。

1.3 研究方法和内容

本文主要通过目前我国证券市场上发生的几例要约收购案例，总结我国目前要约收购定价机制所存在的问题；通过对公司估值方法的探讨，试图改进我国目前的最低要约价格，促使真正意义的要约收购在我国证券市场的发生。具体研究内容如下：

第一章，引言。首先阐述了选题的背景，分析了要约收购定价的重要性；然后说明了我国目前的研究现状；最后指出了本文的研究方法和研究内容。

第二章，要约收购概述。首先阐述了要约收购的含义和分类，并对我国目前上市收购方式进行了比较，说明了我国协议收购所存在的问题，最后分析了我国实行要约收购的现实意义。

第三章，我国要约收购定价的特点及缺陷。通过对我国几例要约收购案例和国内外要约收购定价政策的演变进行分析，总结出我国要约收购的定价特点；然后分析了流通股和非流通股的最低要约价格缺陷；最后对要约收购定价缺陷产生的原因予以探讨。

第四章我国要约收购定价方法的选择及思考。在对公司估值方法和要约收购定价的理论基础综述的基础上，对要约收购价格的上下限予以确定，最后根据我国国情分别确定了流通股和非流通股的定价方法。

第五章，南钢股份要约收购案的定价研究。在本章中，结合南钢股份要约收购的案例，改进了非流通股和流通股的最低要约价格，并结合该案例给出几点建议

第六章，结论。

本文的研究方法如下：

（1）规范研究与案例研究相结合的分析方法。本文以规范研究为主，也有用

案例分析的部分。

(2) 定性分析与定量分析相结合的分析方法。本文在对要约收购进行定性分析的基础上,大量收集数据进行定量分析,使得论证有理有据。

2 要约收购概述

2.1 要约收购的界定

2.1.1 要约收购的含义

要约收购是上市公司收购的一种重要形式。根据布莱克法律大辞典的解释, 要约收购是指一公司(要约人或发盘者)以取得另一公司(目标公司)的控制权为目的, 根据自己需要购买的最少或最大的股份数量, 通过报纸广告或邮寄等形式, 直接向目标公司股东做出购买股份的公开要约^[14]。根据美国证券交易委员会(SEC)的解释, 是指由一公司或第三方在一定期间内向另一公司股东做出的购买相当数量的另一公司股份的范围广泛的征集, 通常以高于当前市场价格的固定价格进行出价, 且价格取决于股东出售其股份的数量。虽然要约收购一直是美国证券管理和公司控制活动中的热点, 但至今仍没有明确的官方定义。

SEC表示, 考虑到要约收购这类交易的动态性质, 以及保持一定弹性的需要, 给“tender offer”下一个固定的定义既不合适也不必要。在 Wellman V. Dickinson (1979)案中, 美国法院推导出一项要约收购应具有八项特征并获得 SEC 的认可, 即:

- (1) 积极广泛地向广大公众持股人征集某公司的股票;
- (2) 征集要占公司发行股票相当大比例;
- (3) 购买要约以高于市场价格的溢价做出;
- (4) 要约条件确定, 不需再行商定;
- (5) 要约以股东提供一定量股票为条件, 并常有最高购买量限制;
- (6) 要约有一定时间的有效期;
- (7) 受要约人受到出售股份的压力;
- (8) 在快速获取公司大量股份之前或同时, 就该目标公司发布购买计划公告。

值得注意的是, 这八项特征虽为美国法院所广泛接受, 但在适用上不统一。在 1985 年联邦上诉法院第九审判庭曾在 SEC 诉 Carter Hawley Hale Story, Inc 案中明确指出: 在特定案件中确认一项要约收购是否存在并不要求八个特征同时具备, 认为“它们为要约收购的传统标记提供了某些指导”。在 Hanson Trust Plc 诉 SCEN Corp 案中, 第二巡回审判庭承认该八项特征在认定一定的征集(solicitation)是否构成要约收购时是应予以考虑的相关因素, 但如果以此作为判断要约收购的标准既不明智也不必要。由于美国法律体制的特殊结构, 各州法院各自权力独立, 不存在对要约收购统一的判断标准, 但 SEC 对于市场保持适度干预和灵活性的态度十分明确, 即希望在

要约收购问题上保持弹性。如果该领域存在滥用现象,就可根据目标扩大“tender offer”的界定范围^[32]。

2.1.2 要约收购的分类

要约收购一般可根据下述标准进行分类:

(1)根据是否得到目标公司管理层的合作,可将要约收购分为友好要约收购(friendly takeover)与敌意要约收购(hostile takeover)。友好收购是得到目标公司管理层合作的收购。敌意收购是目标公司管理层对此持反对和抗拒态度或收购方事先没有与其协商的收购。敌意收购中应特别注意目标公司是否采取不当的阻挠行动;对收购方来讲,应特别注意其是否履行了法定的报告和公告义务,有没有违反“强制收购”的规定。

(2)根据收购是否构成法律义务,可将要约收购分为自愿要约收购与强制要约收购。自愿要约收购是由收购人根据自己的意愿在选定的时间内进行的收购。强制要约收购是由于大股东持有某一公司的股份达到一定的比例时,由法律强制其在规定的时间内发出全面要约而进行的收购。二者的划分在某种意义上讲是相对的,因为上市公司收购从法律上说是以行为人的自愿为基础条件,同时又以合法为根本特征。因此任何一次收购,都是收购人依法实施的有计划的购买目标公司股票的行为,即使是持股比例达到强制收购的程度,多数情况也是计划者计划中的事。

(3)根据要约数量可将要约收购分为部分要约收购与全面要约收购。部分要约收购指计划收购目标公司的部分股份。全面要约收购指计划收购目标公司的全部股份或收购要约中不规定收购的数量,法律推定其为全面收购,收购者必须依要约条件购买全部受要约人承诺的股票。可以断言,部分收购是当事人自愿收购,全面收购除当事人自愿进行的情况下,多数属于强制收购。

2.2 上市公司收购方式的比较

2.2.1 上市公司的收购方式

上市公司收购方式主要有如下三种:协议收购、要约收购和委托书收购。

协议收购(negotiated purchase)是指收购者在证券交易所之外以协商的方式与被收购公司的股东签订收购其股份的协议,从而达到控制该上市公司的目的。收购人可依照法律、行政法规的规定同被收购公司的股东以协议方式进行股权转让。在这三种收购方式中,协议收购是最简单的。由于我国上市公司股权结构的特殊性,我国上市公司收购中主要采用的是协议收购方式。

要约收购是指收购方向目标公司所有股东发出购买要约,表明收购方将以一定的价格在某一有效期间买入全部或一定比例的目标公司股票。我国要约收购的雏形

其实在 1994 年 4 月就已出现,即光大国投在 STAQ 市场标购玉柴股份。2003 年 4 月 9 日,南钢股份(600282)的一纸公告掀开了我国证券市场新的一页,国内证券市场首例要约收购浮出水面,随即又有成商股份、江淮动力等数家公司发出关于要约收购公告。

委托书收购是指收购方通过征求代理委托书,从而达到在股东大会上获得足够的表决权以控制董事会甚至改组董事会的收购目的。这种不以实质控制权占有为基础的收购相对股权收购来说可以极大节约收购成本,也可以避免股价波动。但是这种收购方式并不如收购要约或协议转让在转移控制权方面来的有效,因为通过委托书收购形成的新控股股东的地位是极不稳定的。在一次股东大会成功行使完表决权后,下次若不能继续获得相应股权的支持,收购方有可能马上失去对上市公司的控制。因此这种收购一般只发生在大股东之间对不同方案争议的解决上,而非长治久安之计。我国 1994 年三四月间发生的,可以称得上委托书收购的雏形的“万科君安风波”到后来的“通胜之争”,都没有成功的通过委托书收购入主上市公司。

我国《证券法》规定:“上市公司收购可以采取要约收购或者协议收购的方式”。考虑到委托书收购在我国应用较少,本文重点比较协议收购和要约收购。

2.2.2 要约收购和协议收购的比较

要约收购和协议收购的区别主要体现在以下几个方面:

(1) 交易场所不同。要约收购一般通过证券交易所的证券交易进行,而协议收购则可以在证券交易所场外通过协议转让股份的方式进行。

(2) 股份限制不同。要约收购在收购人持有上市公司发行在外的股份达到 30%时,若继续收购,就需向被收购公司的全体股东发出全面收购要约,持有上市公司股份达到 90%以上时,收购人负有强制性要约收购的义务;而协议收购的实施对持有股份的比例大小并无限制。

(3) 收购态度不同。要约收购的对象是目标公司全体股东持有的股份,不需要征得目标公司管理层的同意,因此要约收购一般表现为敌意收购;而协议收购是收购者与目标公司的控股股东或大股东本着友好协商的态度订立合同收购股份以实现公司控制权的转移,所以协议收购通常表现为善意的。

(4) 收购对象的股权结构不同。协议收购中收购者大多选择股权比较集中、存在控股股东的目标公司,以较少的协议次数、较低的收购成本获得控制权;而要约收购中收购人倾向于选择股权较为分散的公司,以降低收购难度,因此要约收购的收购成本通常要大于协议收购。

(5) 收购对象的性质不同。依据现阶段上市公司收购的实际情况并结合《证

券法》的有关规定,要约收购的股份一般是可流通的普通股,也可能有部分法人股;而协议收购的股份一般是国有股和法人股,即属于非流通股份。

(6) 收购成本和后果不同。由于我国非流通股的转让价格远低于流通股的市价,协议收购的收购成本比要约收购要低得多,且存在较多的行政干预行为,市场化因素被大大淡化;与协议收购相比,要约收购要经过较多的环节,操作程序比较繁杂,使得收购成本较高,但一般情况下要约收购都是实质性资产重组,非市场因素被尽可能淡化,这使得重组的水分极少,有利于改善资产重组的整体质量,促进重组行为的规范化和市场化运作^[18]。

2.3 我国实行要约收购的必要性

2.3.1 协议收购存在的问题

目前我国上市公司中70%以上的股份是国有股和法人股,这些股份不仅所占的比例很高,而且不能流通。由于在我国非流通股的转让价格远低于流通股市价,所以协议收购的收购成本比要约收购要低得多,因此目前上市公司收购一般采取协议收购方式。而协议收购成为收购主流方式的后果之一是实际发生的企业购并大都并不从战略层面上展开,对改善经营业绩的作用有限且存在着许多弊端和不足,其严重性正日益显露出来,主要表现在:

(1) 通过协议收购上市公司后,控股股东为了达到配股资格线或保住“壳资源”而进行的报表性资产重组现象较为普遍。一般来说,根据资产置换或合并的处理方法不同,可以将上市公司资产重组区分为实质性重组和报表性重组两种类型。实质性重组一般要将被并购企业50%以上的资产与并购企业的资产置换,或将双方的资产进行合并,并且要认真鉴别置换进来的资产的质量是否是优质资产。而报表性重组一般都不进行大规模的资产置换和合并,上市公司的资产、业务并没有发生实质性的变化,只是通过自我交易等手段使账面利润增加。而在我国上市公司资产重组中,实质性资产重组的公司为数较少,资产重组的水分较大,“含金量”不高。

(2) 在上市公司协议收购中存在较多的行政干预行为,“拉郎配”式的撮合现象比较普遍,行政色彩浓厚,市场化的因素被大大淡化。

(3) 协议收购的信息披露制度建设显得较为滞后。上市公司有关资产重组的信息披露不够充分,运作的透明度不高,导致上市公司信息披露的真实性、准确性和完整性难以实现,这容易引发上市公司和投资者之间因信息的不对称和不完全而产生“逆向选择”和“道德风险”等机会主义行为。

(4) 某些庄家或主力机构利用上市公司协议收购的重组题材,进行内幕交易和“黑箱作业”,借机疯狂炒作,造成股价大幅波动,不利于切实维护广大投资者

的合法权益，难以维持一个公平、透明的市场运行秩序。

(5) 有些收购方通过协议收购取得上市公司控股权后，却将劣质资产出售给上市公司进行套现，或让上市公司为自己和关联企业的巨额贷款作担保，侵蚀上市公司利润，严重影响了上市公司的资产质量和运作效率，损害了上市公司少数股东的合法权益。

(6) 协议转让很容易使小股东失去选择和参与的机会。在大股东对转让价格确定的情况下，即使价格很低，小股东也只能作为价格的接受者；即使价格很高，小股东也没有以相同价格出售股份的机会，这就无法真正体现证券市场的“三公”原则，难以有效地保护广大中小股东的正当权益。

(7) 协议转让基本上是由收购当事人双方（出让方通常是带有较浓行政色彩的国有独资公司）协商确定价格，转让价格往往不是依靠市场机制自发形成的，造成协议价格本身同市场价格偏离较大，这在一定程度上损害了中小股东的合法权益^[18]。

2.3.2 我国实行要约收购的必要性

中国证监会于 2000 年底决定，支持上市公司进行实质性资产重组，推进资产重组从协议收购向要约收购发展，今后将一律不豁免企业全面要约收购义务；中国证监会 2002 年颁布的《上市公司收购管理办法》在总结证券市场多年兼并收购实践基础上，确定了我国上市公司收购的基本原则，对收购程序、收购活动的监管、信息披露等方面均作了较详细的规定，特别是针对我国上市公司股权割裂的现状，灵活地规定可以对流通股和非流通股分别制定要约价格，明确了要约义务的豁免条件等等，务实地解决了证券市场中有关收购的诸多问题，大大降低了收购成本，具有较强的可操作性。由于要约收购管制环境的预期变化，可以预见要约收购将成为未来上市公司的主要收购方式之一，其必要性主要表现在：

(1) 有利于推进实质性重组。我国上市公司的大多数资产重组是庄家用来配合二级市场炒作的虚假重组或报表重组。要约收购采取的是市场化收购机制，有利于推进上市公司进行实质性资产重组。

(2) 更好地体现“三公”原则，保护中小股东利益。要约收购是向所有股东发出同样的收购要约，股东无论大小可以自己做出买卖决定，能更好地体现“三公”原则。

(3) 进一步完善上市公司法人治理结构。目前我国上市公司法人治理结构尚不健全，主要表现在：股东大会的表决权实际上是国有大股东独家控制；董事会受大股东支配，未能代表和维护全体股东的权益；总经理市场化程度低，激励和约束机制不完善等，这些问题的存在制约了公司的规范运作和健康发展。要约收购通常

是敌意收购，敌意收购使得那些经营不善而又不愿自愿出局的大股东和经营者面临被敌意接管的困境，可以促进其逐步建立起科学合理的法人治理结构，以防止和控制“内部人控制”现象的发生。

(4) 有利于重组信息的充分披露。为了在要约收购中保护中小投资者的利益，防止内幕交易，避免股市的大幅震荡，各国都对要约收购的信息披露作了详尽的规定。我国《证券法》对收购人持股达到 5% 及以后每增减 5% 进行报告、公告的内容作了详细、具体的规定，如持股人的名称、住所；所持有的股票名称、数量；持股达到法定比例或者持股增减变化达到法定比例的日期。在投资者持股达到公司已发行股份的 30%，若继续增持股份的，须向该上市公司所有股东发出收购要约，并在此之前先向国务院证券监督管理机构报送上市公司收购报告书。由此可见，要约收购可以加大资产重组的信息披露力度，促使信息披露更加充分，增加收购行为运作的透明度，以确保信息披露的真实性、准确性、完整性和及时性，更重要的是广大中小投资者可以平等地享有与目标企业及收购方有关的重要信息。

3 我国要约收购定价的特点及缺陷

3.1 我国要约收购定价的特点

2003年6月12日,南钢股份新东家南京钢铁联合有限公司发布了《南京钢铁股份有限公司要约收购报告书》,从而南钢股份成为第一个“吃要约收购螃蟹”的国内上市公司。作为国内证券市场上出现的第一例要约收购,南钢股份(600282)的收购行为虽然以“零预受,零撤回”的结局收场,但仍然受到了社会各界足够的重视,对我国上市公司的收购活动走向市场化具有开创性的意义。紧接着,沪市成商集团由于向迪康集团转让公司65.38%的股权触发了要约收购,直至受到复星要约收购南钢股份的启示,迪康方面才决定主动向证监会提出全面要约收购的申请,成为第一家有流通股、法人股预受要约的要约收购案例。随即又有数家公司发出要约收购公告(见表3.1.1),此批要约收购是我国并购市场日益走向成熟的重要标志,揭开了我国上市公司收购新的一页;表明真正意义上的、市场化的收购行为有望在我国证券市场上展开,其优化资源配置的市场行为功能将得到越来越广泛的表现。

表 3.1.1 上市公司要约收购案例一览

证券代码	600282	000816	600828	600213	600496	
目标公司	南钢股份	江淮动力	成商集团	亚星客车	长江股份	
收购方	南钢联合	东银集团	迪康集团	格林柯尔	精工集团	
要约收购动机	用国有股增资 引发要约收购	整体收购触 发要约收购	国有股协议转 让触发要约收 购	国有股协议转 让触发要约收 购	国有股协议转 让触发要约收 购	
股份总数 (万股)	50400	30620	2031	19000	11000	
股权结构 比例 (%)	国有股	70.95	0	65.38	67.67	61.72
	法人股	0.48	62.64	9.47	0.75	1.92
	流通股	28.57	37.36	25.15	31.58	36.36
要约期间	2003.6.12 ~2003.7.12	2003.7.24 ~2003.8.22	2003.8.4 ~2003.9.2	2004.3.8 ~2004.4.6	2004.3.9 ~2004.4.7	

证券代码	600393	600297	600162	600327	600586	
目标公司	东华实业	美罗药业	山东临工	大夏股份	金晶科技	
收购方	粤泰集团	美罗集团	南方香江	均瑶集团	中齐建材	
要约收购动机	国有股协议转让 触发要约收购	投资主体改 造触发的全 面要约收购	增持股份主 动要约收购	国有股协议转 让触发要约收 购	增持股份引 发要约收购	
股份总数 (万股)	2000	11500	17589	21737.99	12590.5	
股权结构比例 (%)	国有股	70	63.39	8.52	63.2	63.48
	法人股	2.37	1.83	30.35	0	0.38
	流通股	27.63	34.78	61.13	36.8	36.14
要约期间	2004.6.2 ~2004.7.1	2004.9.1 ~2004.9.30	2004.9.29 ~2004.10.28	2004.11.4 ~2004.12.3	2004.12.8 ~2005.1.6	

资料来源：根据各上市公司年报、中报及有关公告整理

3.1.1 合理定价是要约收购的核心

在上市公司并购重组活动中,不论是在哪一国资本市场中,不论并购重组的背景、方式如何不同,唯有确定一个交易双方都能接受的价格,并购活动才能完成,而对目标公司不恰当的估值常常导致并购失败和股东财富的损失。在我国,监管部门特别关注国有股权向非国有经济主体转让中的国有资产流失问题,而转让价格正是由目标公司价值评估结果所决定的。因此,目标公司估值始终是并购活动的核心问题。

要约收购方式的出现,使我国上市公司估值问题变得更加复杂。要约收购的原理在于公平对待目标公司所有的股东,保护中小股东的利益,该规则的制定基于如下逻辑,即大股东发生变更时,小股东有权以脚投票,而新的大股东则有义务以一合理价格买入小股东希望售出的股票^[21]。而小股东的利益是否得到保护,最关键的因素是要约收购价格的设计。合理的收购价格可以起到保护中小股东利益的作用,不合理的价格设计只能使要约收购流于形式。收购公司如果定价过高很可能导致收购成本过高和股东财富的损失,定价过低则导致目标公司价值低估,目标公司难以在并购中为股东争取最大利益,中小投资者的利益遭受损害。同样,监管部门也需要研究这一问题。监管部门对上市公司要约收购行为立法和监管的根本目标是使要约收购行为能够为社会创造价值。因而监管部门既要规定要约收购的最低价格以保护中小投资者的合法权益、防止国有资产流失,又要鼓励收购公司和目标公司采用恰当的价值评估方法以保证要约收购行为的公正与效率。

中国证监会2002年颁布的《上市公司收购管理办法》制定的分类定价原则,尽管解决了我国现阶段要约收购出价难的问题,降低了收购人的收购成本,但也使得发生真正意义的要约收购的可能性大大降低。因此用正确的方法确定要约价格和目标上市公司价值显得至关重要。

3.1.2 要约收购的定价政策的演变

3.1.2.1 国外要约收购制度的法规体系

立法思想和管理层希望推动上市公司收购向要约方向进行, 市场实践却大相径庭, 要约收购离中国还有多远, 我们不妨先了解一下国外要约收购制度的法规体系。

(1) 英国要约收购制度。英国要约收购制度属于强制性的要约收购制度, 规定收购人一旦持有目标公司的股份超过一定比例(30%), 则收购人应当以特定的价格, 在限定的时间内向目标公司的所有股东发出要约, 从而使得目标公司中小股东能有机会将所持公司的股份按照与大股东相同的价格向收购人转让。英国要约收购制度一方面给予了中小股东自由退出的选择权(转让或继续持有股份); 另一方面, 也赋予了中小股东与大股东平等享有收购溢价(即控制权溢价)的权利。

规范英国要约收购制度的法规主要是由英格兰银行牵头成立的“公司合并与收购委员会”于1968年制定的《伦敦城市收购与兼并准则》。为了弥补《伦敦城市收购与兼并准则》的不足, 英国公司合并与收购委员会于1980年又颁布了《大宗股份买卖条例》, 建立了上市公司收购的预警制度。

(2) 美国要约收购制度。美国要约收购制度属于自愿性的要约收购。收购人可自主发出要约, 自行确定要约比例, 但收购人在收购过程中应不断地就收购人的背景、收购意图、收购计划等信息予以充分披露。美国的要约收购立法承认控制权股份转让的自由, 因此未设定强制要约收购制度, 而是通过制度强调收购有关当事人信息的公开义务和控股股东对其他小股东的信托义务, 来保护中小股东的利益。

美国的要约收购立法分为联邦立法和州立法, 前者立法主要是由美国国会于1968年制定的《威廉姆斯法案》, 该法案不是一个单独的立法, 它是对美国国会1973年制定的《联邦证券交易法》的修正案。《威廉姆斯法案》对要约收购保持一种中立的态度, 不对一项公开收购要约进行价值判断, 也不试图对有关的公司收购活动进行鼓励或限制, 而是力图贯彻信息公开和公平对待各方当事人的原则, 为目标公司股东作出明智的决策创造一个良好的环境。

(3) 大陆法系国家要约收购制度。德国、日本、法国等大陆法系的国家, 由于股权结构、融资方式、商业理念与英美等海洋法系国家存在较大的差异, 因此, 要约收购较少发生, 一般是通过协议收购的方式实现上市公司控制权的转移。但是, 随着经济全球化和欧盟一体化进程的推进, 德国、法国等大陆法系国家的要约收购案例逐渐增加, 这些国家对上市公司收购涉及的要约收购逐渐予以规范, 如德国制定了《公开自愿收购要约及换股要约或接受对受要约股份或在公开市场交易的股份的要约的方针》, 荷兰也制定了《有关兼并行为的规则》。1989年, 欧共体提出了《公司收购第13号指令规则》, 并于1990年经修订后发布了该规则, 用于协调欧盟国

家的上市公司收购，并规定一旦收购人持有目标公司的股份超过一定比例(33%)，则收购人须履行全面要约收购义务。同样，随着资本市场对外的开放，日本为了保护国内上市公司，防范外国企业的收购，也于1971年对《证券与交易法》进行了修改，增加了要求实施公开要约收购的有关条款^[45]。

3.1.2.2 我国要约收购的定价政策的演变

要约收购是西方资本市场相当成熟的主流并购方式，与协议收购相比，要约收购更能体现公开、公平的原则，更大程度地减少转让可能存在的内幕交易、价格操纵等不公平现象。我国在2003年以前，要约收购案例一起也没有发生，而就在2003年却有多家公司发出要约收购的公告。这显然不是偶然的，是与我国政策的环境的变化是紧密联系的。

较早规范上市公司收购行为的是1993年国务院颁布的《股票发行与交易管理暂行条例》。在当时的历史条件下，受认识的局限，该条例在并购方面的规定显得比较粗糙，对于要约收购的定价政策也是简单的借鉴西方发达国家的规定：发起人以外的任何法人直接或者间接持有有一个上市公司发行在外的普通股达到百分之三十时，应当自该事实发生之日起四十五个工作日内，向该公司所有股票持有人发出收购要约，按照下列价格中较高的一种价格，以货币付款方式购买股票：（一）在收购要约发出前十二个月内收购要约人购买该种股票所支付的最高价格；（二）在收购要约发出前三十个工作日内该种股票的平均市场价格。然而，尽管在中国证券市场上公司收购、资产重组活动自“宝延事件”以来屡掀高潮，热情不减，要约收购的案例却仍是没有发生，于是有人认为有关要约收购的规则过于严格才导致要约收购无法发生。

1999年7月1日出台的《证券法》，在总结证券市场多年兼并收购实践基础上，确定了我国上市公司收购的基本原则，对收购程序、收购活动的监管、信息披露等方面均作了较为详细的规定，但是回避了要约收购的价格确定、支付方式等关键问题，可见《证券法》放宽了有关公司收购的要求。《证券法》出台后，有人据此认为“要约收购的春天来了”，然而令人尴尬的是，作为公司收购高级形式的要约收购在中国证券市场上仍是只闻雷声，不见雨下，协议收购却进行的颇有声色^[33]。

2002年证监会颁布的《上市公司收购管理办法》(以下简称《管理办法》)，借鉴了国外成熟资本市场的经验，充分考虑我国的实际情况，对要约收购的条件、要约程序、信息披露以及竞争性要约等重要问题做出了详细的规定，是对上述法律法规的进一步完善和补充，务实的解决了证券市场中有关收购的诸多问题。特别是《管理办法》中的第三十四条针对我国上市公司股权割裂的现状，灵活地规定可以对流

流通股与非流通股分别制定要约价格,这些灵活性与市场化的规定,大大降低了收购成本,具有较强的可操作性,这正是近年来要约收购频出的重要原因。

3.1.3 我国要约收购定价政策的制定背景与特点

要约收购如何对流通股和非流通股出价是个大问题,一度被认为是阻碍要约收购的重要原因。收购管理办法对此做了创新规定,即收购人进行要约收购时对挂牌和不挂牌交易股票遵循不同的两种的定价原则,从制度变迁的角度来看,分类要约与分类定价制度的推出有其特殊的制度背景。

考察我国上市公司股权结构情况,流通股与非流通股的割裂存在构成了我国证券市场最基本的国情,也是我国上市公司的一个严重的制度缺陷。流通股和非流通股的划分是根据出资人的不同进行的,在股份性质上是相同的,都是普通股,而非优先股或其他种类。按照同股同权、股东平等的原则,对它们分别出价形成事实上的歧视是难以被接受的。然而流通股和非流通股无论从股份本身还是从持有股份的股东层面来说,都是两类完全不同的事物,主要表现在^[57]:

(1) 从流通性角度来看,流通股由于在证券交易所挂牌上市交易,非流通股缺乏规范的交易场所和交易制度,二者的流通性可谓天壤之别。

(2) 从股东利益的角度来看,在上市公司的股权结构中,非流通股集中且占控制地位,非流通股股东的利益关注点在于净资产的增减;流通股所占的比例较低,流通股股东的利益关注点在于二级市场的股价波动,客观上形成了非流通股股东和流通股股东的“利益分置”。

(3) 从价值的角度来看,由于非流通股缺乏流通性,单股价格远远低于流通股。

通过以上分析,流通股和非流通股实质上存在两个交易市场,这两个市场的股东在利益上有趋同的一面,但在交易价格、交易程序方面是完全不同的,分类要约正是在这样一种客观情况下产生的一种极具中国股市特点的要约收购模式。

在流通股和非流通股“同股同权不同价”的客观事实与“价格平等原则和最高价原则”的法律原则剧烈冲突下,分类要约与分类定价制度正是在此制度背景下出现,并构成了极具中国股市特点的要约收购规则本土化创新。《收购办法》规定因主体资格、股份种类等限制,要约人可以对不同种类的股票发起要约,但对同一种类股份适用的要约条件应相同。最主要的是考虑到流通股和非流通股实际存在的价格差异,对流通股与非流通股规定了不同的要约价格确定原则。该制度的意义在于将不同类别的股份客观地区别对待,避免了不同类别股份价格简单统一所造成的收购成本过高而抑制收购的局面。同时,根据股权类别上的实质差异,对不同类别的股东采取不同的价格进行要约,基本体现了效率优先、兼顾公平的原则,这也为要

约收购扫清了实质性的障碍^[43]。

3.2 我国要约收购定价的缺陷分析

3.2.1 非流通股的最低要约价格缺陷

在上市公司收购中，保护广大中小股东的合法权益是市场监管的根本原则，其中也包括控股股东之外的非流通股股东。按照权益价值构成，普通非流通股股东既不享有“控股溢价”，也不享有“流通权价值”，处于弱势地位，其权益可能很难得到有效保障。在要约收购过程中，有关普通非流通股受约情况见表 4.1.1。

表 4.1.1 上市公司要约收购非流通股受约情况表

目标公司	南钢股份	江淮动力	成商集团	亚星客车	长江股份	东华实业	美罗药业	山东临工	大厦股份	金晶科技	均值
受约数(万股)	0	—	74.06	35.69	178.17	38.62	0	1742	0	0	
受约占比(/总股本)	0	—	0.36%	0.19%	1.62%	0.19%	0	9.90%	0	0	1.36%
受约占比(/普通非流通股)	0	—	3.80%	25.33%	84.38%	8.15%	0	100%	0	0	24.63%
要约价格(元/股)	3.81	—	2.31	3.625	2.5645	2.736	4.81	4.68	2.65	5.17	—
每股净资产(元)	3.46	3.87	2.19	2.53	2.25	2.32	4.81	3.74	2.65	4.05	—
每股溢价(%)	10.12	—	5.48	43.28	13.98	17.39	0	25.13	0	27.65	15.92

资料来源：刘春江.控股溢价、分类要约与上市公司股东保护.证券市场导报，2005（4）

由表 4.1.1 可以看出，非流通股的要约收购价格基本全部高于每股净资产，每股溢价最高达 43.28%，平均为 15.92%，这说明控股权转让的价格大都高于每股净资产，国有股权转让过程中资产保全状况较理想。其次非流通股受约比例差异较大，如果非流通股股东认可要约价格，则可以全部受约(100%)，如果法人股股东不认可要约价格，则可以不受约(0%)。总体而言，在要约收购的过程中，法人股股东具有较充分的选择权，股东权益也获得较好保护。可见，分类要约为非流通股股东提供了一个权益保障的可行性制度。

众所周知，国有股的定价是由中国上市公司特殊的股权结构衍生出来的一个问题，在目前中国的制度环境下，如果实施要约收购，收购放在发出要约前可能已经协议受让部分非流通股，从理论上而言：要约收购不仅应当针对流通股股东发出，对非流通股股东的要约价格必然不同于流通股股东的要约价格。对流通股股东的要约价格可以参照国际经验制定一定的规则来规范，对其他国有股（包括国有法人

股)股东的要约价格在一个什么样的水平才算合理则是一件非常难确定的事情。由于其他国有股股东并不是一个以利润最大化为目标的经济人,在是否接受要约上也未必以股权转让的直接收益为主要目标,因此,不排除在对国有股的要约收购中会发生寻租和勾结舞弊等行为^[37]。

而从前面的分析中可以得知,在我国上市公司要约收购的实践中,对非流通股的定价基本上都是采用重置成本法对目标公司估值,在每股净资产的基础上少量溢价确定非流通股的最低要约价格。这是由我国相应的定价法规(如2003年12月16日国资委出台的《关于规范国有企业改制工作的意见》规定:上市公司国有股权转让价格应该在不低于每股净资产的基础上,参考上市公司盈利能力和市场表现合理定价)和收购方的收购动机所共同决定的。虽然在一定程度上来有一定的合理性,但是这种方法并没有反映出目标企业的真正价值,主要表现在:

(1)企业净资产额并非企业股东所拥有资产的可变现金额,因而也就不代表企业股权总价值的底线;

(2)会计报表中体现的净资产很少考虑企业的各种无形资产,而对于一个现代企业而言,其拥有的品牌、技术、竞争能力通常比有形资产来的得更为重要;

(3)净资产反映的是企业累积或投入成本,而企业的真实价值却体现在其未来盈利,即创造现金流量的能力上,两者既不会相等,也不会有一个固定的比例关系;

(4)市场普遍认为,目前我国上市公司的非流通股至少拥有五大投资价值:一是比流通股高的多的股利回报;二是增发配股带来的资本增值;三是股权转让溢价;四是控制权转让溢价;五是预期的全流通增值。而以净资产定价并没有反映出这些价值的所在^[58]。

总之,简单的以净资产或一个统一的净资产倍数确定非流通股价格,既不科学也不公平,甚至会引起其他不良后果,如导致优质企业的非流通股被低价收购。而要约收购强调的就是“公平”,如此的做法却是一种典型的不公平。

3.2.2 流通股的最低要约价格缺陷

普通非流通股所占的比例虽然较小,但是如果考虑单个股东所持股份,那么法人股股东一般都位列前十大股东,而占比较大的流通股则被为数众多的中小股东所持有。中小股东在要约收购中处于什么地位,其权益是否被很好地保护,将是我们更为关注的问题。要约收购过程中流通股股东的受约情况见表4.1.2。

表 4.1.2 上市公司要约收购中流通股受约情况表

目标公司	南钢股份	江淮动力	成商集团	亚星客车	长江股份	东华实业	美罗药业	山东临工	大厦股份	金晶科技	均值
受约数(万股)	—	10	510	—	—	—	—	—	—	—	
受约占比(总股本)	—	0	0	—	—	—	—	—	—	—	0
受约占比(普通非流通股)	—	0	0	—	—	—	—	—	—	—	0
要约价格(元/股)	5.86	6.05	7.04	5.01	8.18	6.67	7.34	7.31	5.09	8.93	—
市场均价(元/股)	8.67	6.28	7.23	7.13	11.8	7.44	8.18	8.4	5.82	10.97	—
折价率(%)	32.5	3.7	2.64	29.73	30.5	10.17	10.2	12.98	12.54	18.6	16.35
折价标准差(%)	2	2	2.24	1.73	2	3.97	3.13	2.57	3.24	1.26	—

资料来源:刘春江.控股溢价、分类要约与上市公司股东保护.证券市场导报, 2005(4)

由表 4.1.2 中可以看出, 要约收购虽然已有十起, 但是真正受约的流通股则非常之少, 仅有江淮动力受约 10 股、成商集团受约 510 股; 在小数点后保留两位的条件下, 占总股本的比例都约等于零。受约数如此之少的原因在于要约价格全部低于市场价格, 平均折价率最高为 32.48%, 最低也有 2.64%, 样本平均折价率为 16.35%。试想, 流通股股东如果可以较高的市场价格出售, 又为什么会选择较低的要约价格呢?

要约价格低于市场价格的做法与《上市公司收购管理办法》的规定是息息相关的。由于非流通的价格远远低于流通股的价格, 使得收购人事先购入流通股的可能性非常小, 从而导致了流通股的要约最低价的第一款规定失去了参照意义; 如果流通股的要约价格只有过去平均收盘价的 90%, 那么只有在市场持续低迷, 被收购公司股票价格持续走低的时候, 流通股股东才会将股票出售给收购人, 而从上述发生的要约收购案例来看, 相当部分要约收购定价是在前期价格不断下跌的情况下发生的, 其价格对流通股股东毫无吸引力, 在唯利是图的资本市场, 以低于市场的价格进行要约收购, 其结果只能是: 虽然没有来自市场的“预受要约”登记, 但要约收购依然顺利完成。

而在成熟的资本市场中, 由于要约收购的目的是由于看好目标公司, 收购方与中小股东竞价, 因此要约价格均比公告时股票市场交易价格高 20%-30%, 如中粮香港要约收购鹏利国际 (0268, HK), 要约价格比鹏利国际停牌前的股价溢价 72%; 上实控股 (0363, HK) 要约收购上实医药科技 (8018, HK), 要约价格比上实医药科技停牌前股价溢价 15%^[38]。另外, 国外要约收购经常伴随竞争性的要约收购出

现,收购人的要约收购价格也因出现竞争而不断提高。从这个角度来看,中国的流通股要约收购仅仅具有要约的形式,而不具有要约的实质。

3.3 我国要约收购定价缺陷的原因分析

我国对要约收购价格确定标准的不合理,使得我国要约收购仅具有“程序性的公正”,不具备“实质性的公正”,中小股东实际上并不对新控股股东享有退出的选择权。分类定价原则本是一个针对我国特定股权分割市场的创新,但也无法跨过“合情、合规但不合理”的先天性缺陷,其原因在于:

(1) 特殊的收购目的。在成熟的资本市场,要约收购主要针对两类公司:一是目标公司价值被低估、市场交易不活跃(如嘉道理家族要约收购太平协和),二是目标公司与收购人之间存在较强的产业关联度,收购人收购目标公司,期冀通过资源的整合,创造出新的价值(如上实控股要约收购上实医药科技)。收购人通过要约收购,将终止目标公司的上市地位作为收购的重要目标^[46]。而我国的强制要约收购主要是收购人依法履行程序,尽“义务”,而不以终止目标公司上市地位为目的。这主要是由于我国上市资格是一种稀缺资源,上市公司的上市资格有较高价值的原因引起的。壳资源的价值在于融资功能,并不是为了获取投资回报,以尽可能少的收购成本取得控制权就成了收购者最满意的结果,这样就使零预约收购成为必然。收购方节省成本的考虑无疑“合情”,加权平均值百分之九十的定价不无道理,但对流通股股东而言,却显然缺乏“诚意”。如南钢股份和成商集团均实施了合法的最低价策略,这实际上达到了阻止流通股股东“出逃”的结果。

(2) 股权分置,且股权集中。同一上市公司的流通股和非流通股“同股、同权但不同价”,这种股权分置成为影响要约收购的关键因素之一,也造成了很多要约收购流于形式。因为我国上市公司中普遍存在着“一股独大”现象,大多数的大股东持有的非流通股比重较大,收购成功的关键是与大股东达成一致,没有必要高价收购流通股,只需持有一定比例的法人股,即可达到控股的目标。

(3) 制度缺陷。随着我国产权市场和证券市场的迅速发展,越来越多的市场主体提出了异议:企业的价值是否就等于企业所拥有的资产的价值?在某些并购行为中,如何解释49%股权和51%股权的价值之差可能会远远大于全部股权价值2%的现象?以至于有业内人士曾忿忿的说:“企业改制的最大猫腻就在资产评估上。”资产评估在某些地方已经成为腐败分子和投机商的“点金术”,其很大原因在于我国还没有针对价值评估方面的法规文件来进行规范,对此,中评协秘书长刘萍表示,目前社会各界对企业价值评估的需求成迅速上升趋势,由于我国企业价值评估业务尚处于探索阶段,实践中也暴露了很多的问题,不仅无法满足各类市场主体对合理评估企业或股权价值的需求,评估机构和相关部门也迫切需要对企业价值评估进行

指导和规范，因此迫切需要一部有关企业价值评估的规范文件来指导我国上市公司的要约收购行为^[40]。

(4) 投资银行尚未在企业并购中的评估中发挥应有的作用。要约收购本身的复杂性和专业性决定了需要专业化的财务顾问，运用其知识和经验为企业提供方案决策、机会评估和选择、价值评估和效益分析、收购结构设计、确定支付价格及筹资安排等各方面的服务。西方国家的投资银行利用自身的专业优势和特长，在发生敌意收购时设计出反并购的策略来对付收购方，给并购市场带来了辉煌，创造了许多奇迹，大大推动了资本市场的发展。实践证明，没有投资银行的参与，要约收购很难成功或业务本身的层次和效率难以提高。但我国要约收购市场刚刚起步，发生的收购要约也只是为了履行义务的强制性要约收购，本身存在很大的局限性，使财务顾问很难发挥它的职能；另外，我国大部分“投资银行”只是部分模拟了并购经纪人的功能，业务不够规范，远不能满足企业对财务顾问的需要。

纵观我国证券市场几例强制要约收购的市场“豁免”，表明中小股东仅获得了“程序性的保护”，并没有获得实质性的保护。这些情况表明，我国目前的强制性要约收购的定价制度存在缺陷，阻碍了我国证券市场要约收购的市场化进程，因此改进对流通股和非流通股的定价方法就显得至关重要。

4 我国要约收购定价方法的选择及思考

由于目前我国要约收购价格存在上述缺陷,阻碍了我国证券市场的市场化进程,因此改进目前的要约收购定价政策显得尤为重要。本章在对公司估值方法和要约收购定价的理论基础进行综合分析的基础上,对我国的最低要约价格标准予以改进,以此促使“以程序公证保证实质公证”的监管理念真正得以体现,充分发挥要约收购对资本市场资源配置的积极作用。

4.1 公司估值方法综述

我们认为,在股份类别复杂,股东持股成本差异很大的情况下,确定要约收购价格最首要的工作是准确评估公司的价值。因为只有以合理的公司评估价值为基础,才能根据不同的情况设定公正合理的要约收购价格。并购中的企业价值评估与一般企业价值评估既有区别又有联系,为了深入了解并购中的企业价值评估的主要内容,我们首先需要分析一下一般企业价值评估的主要方法,再结合企业要约收购这个特殊环境进行研究。

4.1.1 资产价值基础法

评价一个公司,最简单直接的方法是根据该公司的资产负债表进行估算。确定目标企业资产的价值,关键是选择合适的资产评估价值标准,目前国际上通行的资产评估标准主要有以下四种:

(1) 账面价值

账面价值指会计核算中账面记载的资产价值。这种评估方法不考虑现时资产市场价格的波动,也不考虑资产的收益状况,因而是一种静态的估价标准。这说明一个企业的账面价值并不能充分反映企业的未来获利能力,只有在很巧合时,企业的账面价值才近似于市场价值。但是,账面价值十分可靠,且很容易获得,并能被大多数人员所理解。因此,如果企业的流动资产所占份额较大,且会计计价十分准确时,利用账面价值评估企业的价值比较重要,除此之外,一般不要将账面价值作为最终的评估结果。

(2) 市场价值

市场价值是指把资产视为一种商品,在市场上公开竞销,在供求关系平衡状态下确定的价值。市场价值法通常将股票市场上与本公司经营业绩相似的企业最近的平均实际交易价格作为估算参照物,或以企业资本结构和其市值之间的关系为基础对公司估价。其中最著名的是托宾(Tobin)的Q模型,即

$Q = \text{企业的市场价值} \div \text{资产重置成本}$

$\text{企业市值} = \text{资产重置成本} + \text{增长机会价值} = Q \times \text{资产重置成本}$

但是 Q 值的选择比较困难,即使企业从事相同的业务,其资产结构也会很大不同,此外,对企业成长机会的评价也并非易事。总的来说,这种方法在我国尚未成熟的股票市场中还不能应用,因为许多上市公司的股价远远偏离其实际价值。

(3) 清算价值

清算价值是指在企业出现财务危机而导致破产或停业清算时,把企业中的实物资产逐个分离而单独出售的资产价值。清算价值是在企业作为一个整体已丧失增值能力情况下的一种资产估价方法。

(4) 重置成本

账面价值尽管脱离了其现实的市场价值,在有些情况下,决策者可以通过对账面价值的调整,使其更为准确的反映被评估企业的实际价值。存在通货膨胀和过时贬值情况下,最为常用的调整账面价值法是重置成本法。这种方法强调用企业资产的重置成本估计数代替账面价值,一般可采用价格指数,将资产购置年份的价值换算成当前的价值。在实际中,一般要分别调整每一项资产,以反映各项资产的真正当前重置成本。

资产价值基础法的优点是具有客观性,着眼于企业的历史和现状,不确定因素较少,风险较小。其缺点也是显而易见的。它以企业拥有的单项资产为出发点,忽视了整体获利能力,没有考虑资产负债表外的无形资产项目。企业要为其证券持有人创造价值,这一价值必须超过所有单项资产的价值之和。康纳尔和夏皮罗将这种能够产生附加价值的无形资产称为组织资本^[8]。组织资本包括无形资产和商誉,如企业的管理水平、品牌优势、人力资源、分销渠道等。组织资本是企业价值不可分割的重要组成部分,失去了组织资本,企业就会解体,实物资产不能完全代表企业的价值。账面价值调整法忽略了这一部分,尤其不适用十评估高科技公司和服务性公司。

4.1.2 可比公司分析法

可比公司分析法(Comparable Company Analysis, CCA)以交易活跃的同类公司的估价与财务数据为依据,计算出一些主要的财务比率,然后用这些比率作为市场/价格乘数来推断非上市公司和交易不活跃上市公司的价值。该方法的技术性要求较低,理论色彩较淡。首先选出一组在业务和财务方面与目标公司相似的公司,通过对这些公司的经营历史、财务情况、股票行情及其发展前景的分析,确定估计指标和比率系数,再用它们来估计目标公司的价值。

在西方并购市场中,通常运用价格收益比(P/E Ratio, 市盈率)和股利资本化

这两个比率作为市场/价格乘数来分析。

(1) 价格收益比 (P/E Ratio, 市盈率) 分析

价格收益比 (P/E Ratio) 表明市场对企业盈利能力的评价。其分析原理主要基于下述公式:

价格收益比(市盈率)=企业的市场价值÷税后利润

目标企业的市场价值=市盈率×目标企业的税后利润

使用价格收益比分析方法要注意下述几点:(1) 综合的价格收益比随着市场和经济状况的变化而波动;(2) 目前的价格收益比只反映过去的经营成果;(3) 每年的收益质量有所不同;(4) 仅当收益预测适当时, 预计的未来价格收益比才有效;

(5) 当高估目标企业的收益状况时, 采用此种方法会高估其价值;(6) 如果目标企业的收益估计不正确, 或事实上不存在真正可比的公开上市的公司时, 价格收益比分析法所得出的结论并不可靠。

(2) 股利资本化比率分析

股利资本化比率分析方法 (Dividend Capitalization) 是将目标企业的股利支付能力 (企业支付的股利), 除以所选可比较公司的综合股利率, 来算出目标企业的价值。其计算公式为:

股利资本化比率=股利支付能力÷企业价值

目标企业价值=目标企业股利支付能力÷综合股利资本化率

首先, 要找到一组可比较的公司, 计算出它们的综合的股利资本化比率。其次, 确定目标企业的股利支付能力 (所支付的股利), 这一指标可用来判断目标企业的收益中多少可用来发放股利。由于目标公司可能是上市公司, 也可能是非上市公司, 因而这项指标可能会高于或低于该企业的实际的股利支付能力。最后, 将目标公司的股利支付能力除以可比较公司的综合股利资本化比率, 其结果可作为目标企业的评估值。

可比公司分析法的优点在于:(1)从统计的角度总结出相类似公司的财务特征, 得出的结论有一定的可靠性;(2)简单易懂, 而且容易使用, 与现金流量折现法相比, 更易得到股东的支持。然而它也存在明显的缺陷, 主要表现在:(1) 缺乏明确的理论依据;(2) 可能忽视目标公司的未来经营状况;(3) 难以找到和目标公司完全类似的公司。

4.1.3 可比交易分析法

可比交易分析法 (Comparable Transaction Analysis, CTA) 是从类似的收购事件中获取有用的财务数据来求出一些相应的收购价格乘数, 据此评价目标公司。它不对市场价值进行分析, 而只是统计同类公司在被并购时收购方公司支付价格的平均

溢价水平，再用这个溢价水平计算出目标公司的价值。市场溢价水平是指并购方公司在证券市场上的标购中公开上市公司的收购价格，超出收购要约发出前目标公司股票市场价值的水平。其理论基础是：并购所带来的所有的后果，如协同效应、现金流量的增加、成本的降低以及并购的风险，都由市场通过这个溢价水平完全表现出来，即假设市场是完全有效的。

在股权收购的情况下，本方法被公认为最佳选择，它在理论上具有下列优势：

(1) 利用市场上收购公司自愿支付的真实价格；(2) 继续经营的溢价倍数与清算折旧均已包括在公司的成交价格中；(3) 通过上市公司与非上市公司收购前的差额，可计算清算折价比率；(4) 可以使用多种资料评估类似的收购业务。然而这种方法在我国尚未成熟的股市中还不能应用，因为许多上市公司的股票价格远远偏离实际价值。另外也难以找出与目标企业的特点和并购方并购动机两方面都一样的并购交易^[23]。

4.1.4 现金流量折现法

4.1.4.1 现金流量折现法的理论基础

DCF 模型是当前最为流行的企业价值评估方法，它起源于艾尔文·费雪(Irving Fisher)的资本价值理论。在其 1906 年的专著《资本与收入的性质》中，费雪完整地论述了收入与资本的关系及价值等相关问题，提出了资本的价值实质上就是未来收入的折现值，也就是说未来收入的资本化。1930 年，费雪对其观点进一步综合发展，创立了现金流量折现模型，称为 DCF 法(Discounted Cash Flow Method)。然而，在费雪的 DCF 模型中，未来收益流是确定的，而且应当采何种资本化率折现也不清楚。针对这些缺点，莫迪里安尼和米勒在 20 世纪 50 年代末及 60 年代初所著的一系列论文中，未来收益流不再是确定的，改变了费雪模型始终把企业视为一项投资的假设，并考虑了税收对企业价值的影响，从而更真实地反映了企业营运情况。另外，MM 理论对企业价值评估的资本化率，即企业资本的加权平均成本进行了正确的定义及论述。至此，折现现金流量法确立了它完整的理论框架^[61]。

1974 年 10 月 1 日的《华尔街日报》上登载了一篇评论，对侧重于把每股收益作为价值指标的普遍现象表示遗憾：“显然，由许多管理者相信，只要能想法提高公布的收益，即使没有什么经济变化，股票价格也会上升。也就是说，这些管理者认为，他们精明，市场愚钝……真正精明的是市场。显然，真正愚钝的是那些陷入每股收益谜团的管理者^[19]。”如果价值是由现金流量决定的，这是否意味着注重每股收益的管理者(许多管理者都是这样)的做法并不明智？答案可能为是，也可能为否，这取决于“注重每股收益”确切指的是什么。事实上，收益(或称为利润)和现金流量是高度相关的，从长期来考察尤其如此。那些年复一年持久的具有高收

益的公司通常也会产生较大的现金流量,然而,在某些情况下,至少从短期来考察,现金流量和收益是不相同的。在这种情况下,可自由支配的下现金流量,而不是会计收益决定着公司的价值。

上述讨论不仅有理论依据,也为多项研究所证实。这类研究主要集中于上市公司,因为针对上市公司可以很方便的建立公司价值与现金流量和会计利润等指标之间的关系,上市公司的价值也可以简单地通过股票和债券的方法加以估算。研究证实,公司的价值基础是现金流量。当现金流量与利润不一致时,公司价值的变化与现金流量的变化更为一致,而与利润的变化无关。Sunder(1973)发现,在价格上涨期间,当公司存货核算由先进先出法改为后进先出发时,该公司的会计利润较低而净现金流量会增加,剔除市场总体变动趋势的影响,公司股票价格会有所上升;而由后进先出法改为先进先出法时,会计利润、净现金流量及股票价格的变化刚好相反,这说明公司的价值是以现金流量为基础的^[2]。Hong, Kaplan 和 Mandelker(1978)研究了公司并购会计处理方法对股票价格的影响。公司并购时可以选择购买或权益联营法:如果选择购买法,要在税后利润中摊销商誉从而使利润减少,但摊销不会影响现金流量;如果选择权益联营法,则不存在商誉摊销的问题。然而他们发现,无论选择购买法还是权益联营法,并未影响公司股票的市价,从而说明投资者是透过会计处理的表象,根据现金流量来估算公司价值的^[3]。McConnell 和 Muscarella(1985)考察了公司股票价格对于长期战略投资项目公布的反应,他们发现长期战略投资虽然会减少公司目前的收益,但通常会引起股票价格的上涨,他们认为这是因为投资者认为长期战略投资所创造的远期期望现金流量的现值超过目前的投资成本^[4]。

因此,在评估资产的价值时,人们所关心的是该资产能够带来的现金流的多少、产生的预期时间和现金流的稳定性等等因素。如果将这些因素加以谨慎的考虑,那么,这些预期现金流量的现值之和就是该资产的价值。现金流量折现法正是从现金和风险角度考察公司的价值。其理论基础是下述三个假设:(1)目前一定数额现金的价值大于未来等额现金的价值;(2)对未来产生的现金流量,如生产经营产生的现金流量,可以进行合理的估计;(3)企业的可用资本的边际资本成本与其投资资本的可转换收益是相似的,并且可以预测。现金流量折现法目前是企业价值评估的主流方法。它反映了企业价值的本质,是资本预算的基本方法。现金流量折现法又有两种做法:权益价值评估和公司价值评估。第一种是对公司中的股票即权益进行价值评估;第二种方法是对公司的全部资产进行价值评估,其中除了权益还包括其他收益人(如债权人,优先股股票持有人等)的资产。虽然两种做法都要对现金流量进行折现,但相应的现金流量和贴现率都是不一样的。下面对这两种方法分别进行论述。

4.1.4.2 现金流量折现法模型

(1) 权益折现现金流量模型 (Equity Discounted Cash Flow Model)

权益折现现金流量模型认为股东是企业剩余权利的最终索取者,企业的价值仅为股东权益的价值,是股东未来收益的现值。股东的未来收益既可以指股东获得的红利和资本利得,也可以是股东得到的自由现金流量。

① 股息折现模型

一般来说,投资者购买股票之后,有希望得到两种形式的现金流量:股票持有期内所派发的股息和持有期末的预期价格。由于股票的预期价格也是由未来股息决定的,因此,股票的价值也就是无限期的股息的现值:

$$\text{每股股票价值} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{DPS_t}{(1+r)^t} \quad (4.1)$$

其中, DPS_t : 预期每股股息 (DPS); r : 股票的要求收益率

这是股息折现模型的基本公式,该模型有两个基本的输入变量:预期股息和股权的要求收益率。为了得到预期股息,我们必须假设出利润的未来增长率和股息的支付比率。股票的要求收益率 r 由它的风险性所决定,可以通过资本资产定价模型的市场 β 或套利和多因素模型的因素 β 来估算。既然股息数额不能无限期的预测下去,根据对未来增长率的假设不同,模型就有了多种变形,如高顿增长模型和两阶段股息折现模型。

高顿增长模型原理:该模型认为,在长时期内,股息以某一稳定的增长率 g 保持增长,则

$$\text{股票价值} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{DPS_t}{(1+r)^t} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{DPS_0(1+g)^t}{(1+r)^t} = \frac{DPS_0}{r-g} \quad (4.2)$$

高顿增长模型最适用于处于稳定增长期,且增长速度小于或相当于名义经济增长率的公司,公司已经建立了完好的股息支付政策,而且这种股息政策会永远持续下去,但是在现实中这样的条件很难满足。

两阶段股息折现模型原理:该模型认为企业在不同的阶段有不同的增长比率:高增长阶段和稳定增长阶段,则

$$\text{公司股票价值} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{DPS_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{DPS_t}{(1+r)^t} + \frac{DPS_{n+1}}{(r-g_n)(1+r)^n} \quad (4.3)$$

其中, P_n : 第 n 年末的股票价值; g : 前 n 年的超常增长率; g_n : n 年后的永

续增长率。

若前 n 年的超常增长率和股息派法比率均保持不变时，公式可以简化为：

$$\text{公司股票价值} = \frac{DPS_0 \times (1+g) \times \left(1 - \frac{(1+g)^n}{(1+r)^n}\right)}{r-g} + \frac{DPS_{n+1}}{(r-g_n)(1+r)^n} \quad (4.4)$$

对一种模型的最终检验是看它识别被低估或高估股票的有效性。股息折现模型经过多次的实证检验，结果表明：从长期看，根据模型得出的结论进行投资，将得到超额收益。但是该模型的适用有很大的局限性，除了对数量有限的稳定的、高股息支付的股票适用性外，并无多大用处。

② 股权自由现金流量折现模型

股息折现模型的假设是股东获得的所有现金流量都是股息，而股权自由现金流量折现模型是用权益成本对可向公司股东提供的现金流量进行折现，这里的现金流量的定义更广泛，是指支付完所有的利息和本金以及用于维护现有资产和增加新资产的资本支出以后的剩余现金流量，即股权自由现金流量（Free Cash Flow to Equity/FCFE），其计算如下：

$$\text{FCFE} = \text{净利润} + \text{折旧} - \text{资本性支出} - \text{营运资本变动} - \text{偿还的债务本金} + \text{新增债务}$$

FCFE 是公司股息支付能力的一个测量标准，只有少量公司把股权自由现金流量全部用于股息支付，由于稳定性的要求、未来投资的需要、税收因素及信号特权等原因造成公司股息不同于股权自由现金流量。股权自由现金流量折现模型不过是股息折现模型的简单变形，根据对未来增长率的假设不同，该模型也有多种变形，如永续增长和两阶段增长模型。

永续增长的股权自由现金流量模型原理：股权的价值是预测下一阶段的 FCFE、固定增长率合要求收益率的函数，即

$$\text{公司股票价值} = \frac{FCFE_1}{r-g} \quad (4.5)$$

其中， $FCFE_1$ ：下一年度的预期股权自由现金流量； r ：公司的股权成本； g ：股权自由现金流量的永续增长率。

两阶段的股权自由现金流量模型：

$$\text{公司股票价值} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1+r)^t} + \frac{FCFE_{n+1}}{(r-g_n)(1+r)^n} \quad (4.6)$$

其中， g_n ：超常增长期满后永续增长率

一般来说，股权自由现金流量模型评估的价值大于股息折现模型评估的价值，两者的差别可以看作是公司控制权溢价，即股息政策控制的价值。在恶意的收购行

为中, 进攻方希望控制公司, 并改变公司的股息政策, 因此会采用更高的通过股权自由现金流量模型评估价值的方法。

权益折现现金流量模型虽然从直觉上来看是较为简单, 但除了对于金融机构外, 适用的范围较小。用权益现金流量折现, 据以了解价值创造源泉的信息就会减少, 对于寻找价值创造机会就没有那么有用。

(2) 企业折现现金流量模型 (Enterprise Discounted Cash Flow Model)

与权益折现现金流量模型不同, 企业折现现金流量模型并不只是对权益价值进行评估, 而是对构成公司价值的业务各组成部分的价值进行评估。该模型用加权平均的资本成本 (WACC) 对流向公司各种利益要求人 (主要是公司的债权人和股东) 的所有的现金流量进行折现加总的方法来评估公司价值。这里的现金流量即为公司自由现金流量 (Free Cash Flow to Firm/FCFF), 其计算公式为:

$$\begin{aligned} \text{FCFF} &= \text{EBIT}(1-\text{税率}) + \text{折旧} - \text{资本支出} - \text{营运资本变动} \\ &= \text{FCFE} + \text{利息费用}(1-\text{税率}) + \text{偿还的债务本金} - \text{新增债务} + \text{优先股} \end{aligned}$$

FCFF 模型的一般形式为:

$$\text{公司的价值} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{\text{FCFF}_t}{(1+\text{WACC})^t} \quad (4.7)$$

其中, FCFF: 第 t 期的公司自由现金流量; WACC: 加权平均资本成本
根据对未来增长的假设不同, FCFF 模型由不同的变形:

① 平稳增长的公司:

$$\text{公司价值} = \frac{\text{FCFF}_1}{\text{WACC} - g_n} \quad (4.8)$$

其中, g_n : FCFF 的永续增长率

② FCFF 的多阶段模型

如前所述, 公司的预期现金流量可分为两个阶段。如果公司在几年以后, 达到一种稳定的状态并从那以后开始以稳定的增长率 g_n 增长, 则

$$\text{公司价值} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{FCFF}_t}{(1+\text{WACC})^t} + \frac{\text{FCFF}_{n+1}}{(\text{WACC} - g_n)(1+\text{WACC})^n} \quad (4.9)$$

FCFF 模型并不只是对权益价值进行评估, 而是对构成公司价值的业务各个组成部分的价值进行评估, 这有助于让股东明确和了解每项投资的状况; 有助于清楚地识别主要优势领域, 因而有助于寻求价值创造观点。因此在公司价值评估实践中,

FCFF 模型在折现现金流量法进行公司价值评估中居主导地位。

4.1.4.3 折现现金流量法的评价

折现现金流量法的优点是：（1）具有坚实的理论基础，是最科学、最成熟的评估方法；（2）当与其它估价模型一同使用时，现金流量折现法所得出的结果往往是检验其他方法合理与否的基本标准。其缺陷在于：（1）未来长期的经营业绩很难估计；（2）预测结果对评估目标的期末值的大小十分敏感，而期末价值难以估计准确；（3）在使用永续增长模型时，期末价值的确定对假设的现金流量增长率十分敏感，而这个增长率又很难确定。

4.1.5 期权定价模型

传统的企业价值评估方法如资产价值基础法，折现现金流量法等都没有认识到：任何企业由于其拥有一定的财力、物力、人力技术等资源而拥有一些投资机会，这些投资机会无疑是有价值的。而从期权角度看，一个投资机会是一个买方期权，投资额相当于约定价格，投资项目的未来现金流量的总现值相当于基础资产的当前价格，根据现有业务情况可以估计其波动率（风险），在估计投资距离现在的时间和无风险利率之后就可以利用期权方法估算投资机会的价值。因此传统的方法忽略了企业拥有的期权价值，低估了企业的价值。期权思想和方法的出现帮助人们识别不确定性中蕴涵的投资机会，并且评估其价值，帮助人进行投资决策，以较低的风险和固定的成本争取最大的收益。

并购具有不确定性、可延迟性和并购过程中的可转变性等特征，并购的这些性质说明并购具有类似于期权的性质，并购的机会相当于并购方拥有的买方期权，并购发生相当于执行期权，并购方一旦执行期权，这一并购机会所具有的价值就消失了，转化为并购成本，称之为机会成本。在期权定价模型中最著名的是 Black-Scholes 模型，即：

$$C(\text{买入期权的价值}) = SN(d_1) - Ke^{-rT} N(d_2) \quad (4.10)$$

$$\text{其中： } d_1 = \frac{\ln(S/K) + (r + \sigma^2/2)T}{\sigma\sqrt{T}}; \quad d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}$$

S：标的资产当前价值；K：期权的约定价格；r：连续复利的年度无风险利率； σ^2 ：标的资产价值自然对数的波动率；T：期权的有效期；X：资产的执行价格。

企业的价值就可以表述为： $V = V_0 + C$ ，其中 V 表示企业的价值， V_0 表示现有资

产现金流量的贴现值，C 是企业所有增长期权的价值。在对实物期权进行定性分析的基础上，使用期权定价理论对高科技企业面临巨大不确定性情况下的各种主要选择权进行定量分析，为高科技企业的估值提供了启示。在实际操作中可将公司多项实物期权进行评估，然后将其加入现金流量贴现估价模型计算的价值之中。

实物期权的思想对于企业的经营管理有着重要的指导意义，是现代管理思想中的核心之一。Dixit 和 Pindyck 在他们所著的《不确定情况下的投资》(Investment Under Uncertainty) 一书中，用一个简单的例子说明了净现值法与期权定价法的区别^[10]。净现值法依据今天对未来信息的预测做出决策，而期权定价法允许在未来根据获得的信息作出灵活的决策。因此我们相信期权定价法在涉及较大未来灵活性的投资决策方面，会最终取代传统的折现现金流量法，在经济生活领域中的应用将越来越广泛。然而由于我国资本市场仍不成熟，期权估价的条件还不成熟，因此在短期内期权估价法还不能成为我国上市公司要约收购定价的主要方法。

4.2 要约收购定价的理论基础

制定合理的要约收购价格，应该在对目标公司的财务状况、所在的产业、经营状况和人事管理状况进行分析，并且据此充分评价实施收购可能带来的风险之后，对目标企业进行价值评估。一般情况下，目标企业不会同意接受低于自身价值的价格，并购方必须支付的价格为目标企业的价值再加上一部分溢价，溢价部分的多少则需具体情况具体分析。

在现代西方并购理论中占主流的是效率理论，而效率理论的一个基本概念就是“协同效应”。所谓协同效应是指并购后企业的总体效应大于并购前企业独自经营的效应的部分。并购协同效应的确定是评估并购可行性与制定支付价格的重要依据，它既是企业并购的主要动机，又是企业并购作为一项投资活动的最终收益所在。

4.2.1 要约收购的协同效应理论

协同效应理论 (Synergy Theory) 认为，要约收购具有正的财富效应，而收购企业 (Acquiring Firm) 和目标企业 (Target Firm) 股东财富的增加是由于在要约收购成功条件下两家企业资源整合而提高了目标企业的经济效率，从而重新增加了目标企业的股票价值。

总结有关要约收购协同效应理论的研究，可得出如下结论：

(1) Michael Bradley 等人通过分析美国 1963-1984 年期间企业并购的数据发现，平均来说，一次成功的企业收购增加目标企业和收购企业的共同价值为 7.4%，并据此进一步认为，协同效应理论可以很好的解释要约收购的动因和效果，即企业收购

可以使收购企业有效的控制目标企业的资源，重新配置两家企业的资源，提高资产的收益率^[9]。

(2) 要约收购是实现企业资源有效整合的主要途径之一。要约收购可带来协同作用收益，并在目标企业和收购者之间分配。在所有的成功收购中（包括部分要约收购），收购价格均显著高于要约前股价。研究表明，具有潜在较大协同效应的收购者（即可以较大程度的提高目标企业资源利用效率的收购者）总是倾向于提出较高的要约价格，而目标企业管理层总是可以击败降低公司价值的要约收购。因此，可以使目标公司资源重组实现最高价值利用的管理者总是把握着目标企业的控制权。

(3) 从表面上看，在考虑了政府监管及其它经济因素之后，要约收购似乎是一种零和博弈：目标企业股东收益的增加是以收购者股东收益的减少为代价的，事实上并非如此，要约收购总的协同收益要大于多个收购者之间竞争所产生的负面影响^[18]。

要约收购的协同效应的理论表明，要约收购是实现企业资源有效利用和提高价值的有效机制，经济学家对合并收益的不同评价并没有从根本上否定要约收购对资源配置的积极效应，政策的导向应该是健全资本市场的这一机制。

4.2.2 协同效应的分类

4.2.2.1 经营协同效应

经营协同效应是指并购给企业生产经营活动的效率方面带来的变化及效率的提高所产生的效益。经营协同效应主要表现为三个方面：

(1) 营运达到规模经济。在西方经济学理论中，企业生产过程中的各种要素的投入有一个最佳规模，在这一点上，边际成本等于边际效益，平均单位成本最低。在达到这一点之前，随着生产规模的扩大，生产成本会逐渐降低，这就是所谓的规模经济。并购使几个规模较小的公司组合成大型公司，从而有效的通过大规模生产降低单位产品的成本。

(2) 优势互补。并购能够把当事公司的优势融合在一起，使并购后的新公司能够取旧公司之长，弃旧公司之短。这些优势包括原来各公司在技术、市场、专利、产品管理等方面的特长，也包括它们中较优秀的企业文化。

(3) 节省交易费用，降低不确定性。并购可以把两个或若干个公司之间的市场交易关系转置为同一公司内部的交易关系，并购后形成的新公司以新的组织形式参与外部市场交易，也能大幅度降低公司的交易费用。

4.2.2.2 财务协同效应

财务协同效应是指并购后给企业在财务方面带来的种种效益。这种效益的取

得，不是由于生产效率的提高而引起的，而是由于税法、会计处理管理以及证券交易内在规律等作用而产生的效益。

(1) 合理避税。税法对企业的财务决策有重大影响，不同类型的资产所征收的税率是不同的，股息收入和利息收入、营业收益和资本收益的税率也有很大区别。正因为如此，并购企业能够采取某些财务处理达到合理避税的目的。常见的途径有：利用亏损递延条款；合理使用并购的支付方式等。

(2) 预期效应。它是指因并购使股票市场对企业股票评价发生改变而对股票价格的影响。预期效应对企业并购有重大影响。企业经营的财务目标为股东财富最大化，财富最大化很大程度上取决于股票价格的高低，股价等于未来某一时刻每股收益与市盈率（P/E）的乘积。在企业外部环境相对稳定及企业盈利水平平稳的情况下，P/E 在短期内不会有大的波动。此时，若通过不断并购那些有着较低 P/E 值，且有较高每股收益的企业后，收购方的每股收益会不断上升，企业的股价也会剧烈上升。在 20 世纪 60 年代后期，美国当时正处于并购低潮中，绝大部分并购案中的并购公司的市盈率均大于目标公司的市盈率，这就为 70 年代的并购打下了伏笔。

(3) 资本成本下降。一种混合兼并理论认为，当一个处于低需求增长行业（即该行业的需求增长低于整个经济的增长）中的企业收购另一个在需求高速增长行业中经营的企业时，纯粹混合兼并就发生了，这种兼并的动机是利用收购企业较低成本的内部现金降低合并后企业的资本成本，从而抓住被收购企业所在行业中可以获得的投资机会。如果被收购企业的现金流量较低，那么利用收购企业现金流量的机会就会增加。因此该理论暗示出一个财务资源重新分配的过程——资源从收购企业所在的需求增长缓慢的行业转移到被收购企业所在的需求高速增长的行业。

4.2.3 协同效应的价值的确定

通常协同效应被定义为一种 $1+1>2$ 的效应，即并购后两个企业的总体效益（价值）大于两个独立企业效益（价值）之和的部分，用公式表示为 $S=V_{A+B}-(V_A+V_B)$

其中 S：协同效应； V_{A+B} ：并购后联合企业的价值； V_A ：并购前 A 企业的价值； V_B ：并购前 B 企业的价值。

获得协同效应是企业实施并购的主要目的，协同效应必须大于零，企业才有并购的必要性，即 $S>0$ ，这是并购可行与否的基础条件，否则并购没有丝毫的意义可言。 V_{A+B} 与 (V_A+V_B) 的差距越大，并购对双方约有利，实施交易的可能性就越大。

4.3 要约收购价格的确定

4.3.1 协同收益的分配模型

影响企业要约收购协同收益分配的主要制度性因素是 1968 年的《威廉姆斯修正案》。根据该法规定, 要约收购的程序与公开拍卖股票相似, 从而形成一个高度竞争的公司控制权市场。在要约收购过程中, 如果有竞争性的收购方在最低天数内提出更高的收购价格, 该法允许目标企业股东撤回原先同意出售股票的承诺。如果收购价格向上调整, 那么目标股东可以享受更高的价格。这些规定迫使收购方提供有关目标企业的详尽信息, 推迟收购时限以便其他潜在的收购方可以发现这些信息。关于推迟和撤回的规定使目标企业可以利用类似拍卖市场的竞争性出价, 总是以高价成交。

下面利用供给—需求模型分析协同作用收益在目标企业与收购企业股东之间的分配方式。为了简化分析过程, 假设如下:

(1) 要约价格的变动是没有成本的。

(2) 目标企业的股东和管理层的目标都是股东利益的最大化。收购方进行要约收购的目的是获得目标企业的资源控制权, 从而重新配置两家企业的资源, 实现更高价值的使用。

(3) 为了产生协同作用收益, 收购方必须获得对目标企业的控制权, 即至少获得 N_c 数量的目标企业股票 (目标企业的股本为 N_0)。影响 N_c 的因素包括: 目标企业股本数量, 股票集中程度, 目标企业股东对并购的态度, 股东对公司日常经营的参与程度。

(4) 收购活动没有税收。

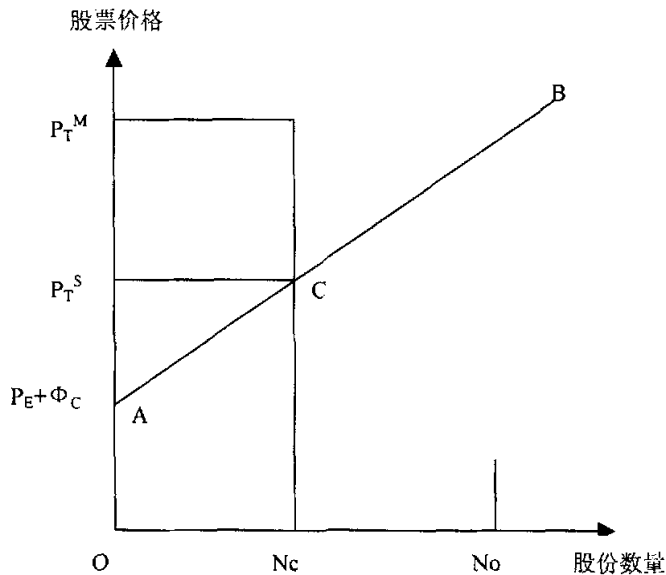
(5) 目标企业股东对可接受的要约价格的估计是异质的, 故股票的供给曲线是向右上方倾斜的。若目标企业股东对可接受的要约价格的估计是同质的, 则目标企业所有股东具有同样的保留价格, 目标企业的股票供应是完全弹性的, 其股票供给曲线是垂直的。

就要约价格而言, 一项成功的要约收购应满足如下条件: $P_T > P_E$

其中: P_T 为要约价格, P_E 为要约成功后的市价。

目标企业第 i 个股东出售股票的前提条件是: $P_T > P_E + \phi_i$ (ϕ_i 为第 i 个股东要求的股票溢价), 则要约公告后目标企业股票价格变动趋势为:

图 4.3.1 要约公告后目标企业股票价格变动趋势



资料来源：王苏生. 要约收购的理论与实证研究. 第1版. 北京：中国金融出版社，2003

其中， P_T^M 是存在多个竞争者情况下的实际要约价格， P_T^S 是在只有一个收购者情况下的实际要约价格，即为获得 N_c 的最低价格。

在要约过程中，目标企业股票的供给曲线 ACB 是向上倾斜的。根据上述假设，要约收购数量为 N_c 的股票需支付的最低价格，既保留价格为 $P_E + \phi_c$ ，其中 ϕ_c 是第 N_c 单位股票持有者所要求的溢价，上述保留价格决定了最低协同收益 (Minimum Synergetic Gain, MSG)。当只有一个收购者时，在最低协同收益基础上的要约价格为： $P_T^S > P_E + \phi_c$ (即图 4.3.1 中的 C 点)。在要约收购中，目标企业股票向上倾斜的供给曲线表明，目标企业股东的收益与要约数量存在正相关关系。成功的单一收购者沿着 ACB 曲线进行要约收购。

如果存在数个收购者，那么在多个收购者之间形成一个关于目标公司控制权的拍卖市场。收购者之间的竞争抬高要约价格 P_T (即图 4.3.1 中的 D 点)，目标企业供给曲线上移，导致其股价上升。多个收购者的竞争价格高于这一供给曲线表明，收购者的增加提高了对目标企业的要约价格，而目标企业股东则获得理想的收益。

实证研究表明，在只有一个收购者的情况下，目标企业的收购价格仅上升 67%；而在存在多个竞争者的情况下，目标企业的收购价格仅上升 90%。显然， $P_T^M > P_T^{S[18]}$ 。

4.3.2 要约收购价格的上下限的确定

一般情况下，购买价格要大于目标公司价值，即 $P > V_B$ ，否则目标企业不会同意出售企业，而且，并购者要支付的溢价可能很高才会和目标方达成协议。因此

V_B 即为要约收购价格的下限。

在制定支付价格时,协同效应即为溢价的上限,超出这个范围,很可能需要增加举债,导致财务风险大增,而并购后的协同效应无法弥补,并购成本大于并购收益,导致最终的失败,此条件可以表述为:协同效应>支付溢价,用公式表示为: $V_{A+B}-(V_A+V_B)>P-V_B$,公式变形为: $P<V_{A+B}-(V_A+V_B)+V_B$,即 $P<V_{A+B}-V_A$,此为要约收购价格的上限。

对并购产生的协同效应进行估价是很困难的,并购者并购目标企业之后,不仅目标企业在并购方的控制和影响下,价值会发生变化,并购者也会由于协同效应的影响,而是自身的现金流量发生改变,导致企业价值的变化。由于协同效应的作用体现在并购双方,因此其价值是很难具体预测的。

4.4 最低要约价格标准确定方法的思考

4.4.1 非流通股的定价方法

在实际工作中,资产价值基础法、可比公司分析法和折现现金流量法都可用于企业整体价值的评估,哪一种更为适应并购的特点呢?这里就应该从企业的公允价值、市场价值和内在价值的概念来分析。公允价值的定义是:“信息完全、资源交易的双方在正常交易的情况下达成交易时资产的价值。”市场价值的定义为:“在信息完全、行动慎重、并且不受强迫的交易者组成的资产市场上,经过合理的市场营销期,自愿交易的卖方和买方在评估基准日正常交易的情况下达成时资产的价值”。公司内在价值的定义很简单:“它是一家企业在其剩余的寿命中可以产生的现金的折现值。”对于投资者来说,投资是以牺牲目前的流动性为代价,换取未来较大收益的一种行为。因此从投资者的角度来说,投资者只关心他们投入这个企业的回报是多少,而不是要购买这个企业的厂房、设备。所以,企业价值评估主要是指对企业的内在价值的评估。

要约收购的目标企业其盈利性一般都较好,其发展前景很值得让人期待,因此,对于要约收购中的非流通股部分而言,用净资产作为要约收购的最低价会低估目标企业的流通股价值,使得要约收购变得无人问津而“冷场”。而折现现金流量法针对的是企业的内在价值,尽管其存在很多的假设条件,再加上我国目前的市场条件还不成熟与完善,使用折现现金流量法可能存在很多的限制,但是我们必须意识到,不能因为我们自身的问题而否认了折现现金流量法的优越性。折现现金流量法一直是西方资本市场主流的价值评估方法,在我国正致力与国际会计惯例相接轨的今天,笔者认为折现现金流量法是可以应用到我国要约收购的非流通股定价中的,其理由如下:

(1) 盈余管理的空间小。目前,上市公司玩弄“会计数字游戏”是证券市场层出不穷的恶性现象,影响上市公司财务信息披露质量的一个主要问题是盈余管理。过度的盈余管理必然形成欺诈,其对资本市场的危害是显而易见的。《企业会计准则》和具体会计准则的陆续颁布,一定程度上限制了某些盈余管理手段的运用,但仍然存在一些问题。而折现现金流量法是利用现金流量来进行价值评估的,现金流量相对于会计收益而言,其操纵的可能性相对而言会小很多,因此用现金流量折现法得出的评估结果会更真实一些。

(2) 模型假设问题。我们知道,折现现金流量模型是建立在一系列假设基础上的,很多人正是因为其假设过多而认为折现现金流量法在我国不适用,殊不知其他的评估方法也有一定的假设条件,也不一定完全满足,有的即使满足了也会有其他的缺陷之处,这说明没有任何一种方法是十全十美的,我们不能以假设条件过多而否定折现现金流量法。

(3) 现金流量问题。近代理财学的一个重要结论是:资产的内在价值是其未来现金流量的限制。传统会计既不提供历史的现金流量信息,也不提供未来的现金流量信息,越来越不能满足投资人的信息需要。为改变这种局面,1987年美国率先规定现金流量表为必须编制的会计报表,此后其他国家纷纷效仿。1994年国际会计准则中的《现金流量表准则》生效。1998年我国的《企业会计准则—现金流量表》生效。其主要作用是:提供本期现金流量的实际数据;提供评价本期收益质量的信息;有助于评价企业的财务弹性;有助于评价企业的流动性;用于预测未来的现金流量。现金流量表的出现为折现现金流量法的使用打下了坚实的基础。

(4) 资本成本的估算问题。自提出资本资产定价模型以来,各种理论争议和经验证明便不断涌现。尽管该模型存在许多问题和疑问,但西方大量的实证研究表明该模型用于估计证券的期望收益率还是相对可靠的,CAPM以其科学的简单性、逻辑的合理性赢得了人们的支持。特别是对上市公司而言,用于估算资本成本的所有数据都可以方便的从其公开被披露的财务报表中获取,监管部门和投资者完全有能力对上市公司的估值结果进行验证进而做出决策^[35]。

综上所述,折现现金流量法是完全可以用于我国上市公司非流通股的估值中去的。因此在我国要约收购实践中,可以考虑将折现现金流量法运用到非流通股部分的最低要约价格的确定中去的,来促进要约收购的市场化运作。

4.4.2 流通股的定价方法

鉴于我国目前的要约收购大多是协议收购非流通股在先,而不会收购流通股,因而以事先购入流通股的价格作为参考系没有意义,且由于信息披露方面的监管不严,二级市场往往会事先有所表现,以至于信息收购信息公开时,股价已经很高,

因此对流通股的要约价格的确定,可以采取更加市场化的思路,适当加大收购方的风险,保护流通股股东的利益,即流通股股东不看好收购时有出逃的机会。从这一考虑出发,流通股的要约收购最低价可以直接以要约收购前一个月的平均收盘价为依据,甚至有溢价,而没必要折价处理。

5 南钢股份要约收购案的定价研究

5.1 案例简介

2003年3月12日,南钢股份控股东南钢集团公司,与上海复星高科技(集团)有限公司、复星产业投资有限公司和上海广信科技发展有限公司联合组建南京钢铁联合有限公司(简称南钢联合)。其中,南钢集团以持有的南钢股份国有股35760万股(占总股本的70.95%)及其他部分资产、负债合计11亿元出资,占注册资本的40%;后三者的实际控制人是以郭广昌为首的四个自然人。3月27日,财政部批准了南钢集团公司以其持有的南钢股份国有股出资成立南钢联合。4月7日南钢联合股东大会通过决议,同意接受增资,这实际上构成了上市公司收购行为,且收购的股份超过南钢股份发行总股本的30%,依法已触发要约收购义务。而根据《上市公司收购管理办法》第四十九条中的规定,只有在下列条件下,收购人才可以向中国证监会提出豁免申请:(一)上市公司股份转让在受同一实际控制人控制的不同主体之间进行,股份转让完成后的上市公司实际控制人未发生变化,且受让人承诺履行发起人义务的;(二)上市公司面临严重财务困难,收购人为挽救该公司而进行收购,且提出切实可行的重组方案的;(三)上市公司根据股东大会决议发行新股,导致收购人持有、控制该公司股份比例超过百分之三十的;(四)基于法院裁决申请办理股份转让手续,导致收购人持有、控制一个上市公司已发行股份超过百分之三十的;(五)中国证监会为适应证券市场发展变化和保护投资者合法权益的需要而认定的其他情形。第五十一条规定有下列情形之一的,相关当事人可以向中国证监会报送豁免申请文件:(一)合法持有、控制一个上市公司百分之五十以上股份的股东,继续增持股份、增加控制后不超过该公司已发行股份的百分之七十五的;(二)因上市公司减少股本导致其持有、控制一个上市公司已发行股份超过百分之三十的;(三)证券公司因开展正常的股票承销业务导致其持有一个上市公司已发行股份超过百分之三十,但无实际控制该公司的行为或者意图,并且提出在合理期限内向非关联方转让超出部分的解决方案的;(四)银行因开展正常的银行业务导致其持有一个上市公司已发行股份超过百分之三十,但无实际控制该公司的行为或者意图,并且提出在合理期限内向非关联方转让超出部分的解决方案的;(五)当事人因国有资产行政划转导致其持有、控制一个上市公司已发行股份超过百分之三十的;(六)当事人因合法继承导致其持有、控制一个上市公司已发行股份超过百分之三十的;(七)中国证监会为适应证券市场发展变化和保护投资者合法权益的需要认定的其他情形。因此南钢联合此次收购不符合豁免申请的条件,所以南钢联合将根据有关规定履行要约收购义务,向南钢股份法人股和流通股股东发出全面收购要约,从而南钢股份成为第一个

“吃要约收购螃蟹”的国内上市公司。作为国内证券市场上出现的第一例要约收购，南钢股份（600282）的收购行为虽然有些姗姗来迟，但仍然受到了社会各界足够的重视，对我国上市公司的收购活动走向市场化具有开创性的意义。

此次要约收购具体过程如下：

4月8日，南钢联合发布了《南京钢铁股份有限公司要约收购报告书摘要》，拟对其余持有南钢股份股票的股东进行要约收购；6月12日，南钢股份新东家南京钢铁联合有限公司发布了《南京钢铁股份有限公司要约收购报告书》，对南钢股份的240万社会法人股（占被收购公司已发行股份的0.48%）和14400万股流通股（占被收购公司已发行股份的28.57%），分别按3.81元/股和5.86元/股的价格发出了收购要约，收购期限为6月13日至7月12日，支付方式为现金支付，至此沪深股市首例要约收购案的大幕正式拉开，要约收购进入实施阶段；6月17日，南钢股份董事会公布了《南京钢铁股份有限公司董事会关于南京钢铁联合有限公司收购事宜致全体股东的报告书》，建议流通股股东不接受要约，国有股股东可以接受要约；6月23日、7月3日、7月10日先后在《中国证券报》和《上海证券报》刊登了要约收购提示性公告；7月13日，南钢联合公布了《要约收购实施情况的公告》，在要约收购有效期限内没有股东接受要约，我国首例要约收购结束。

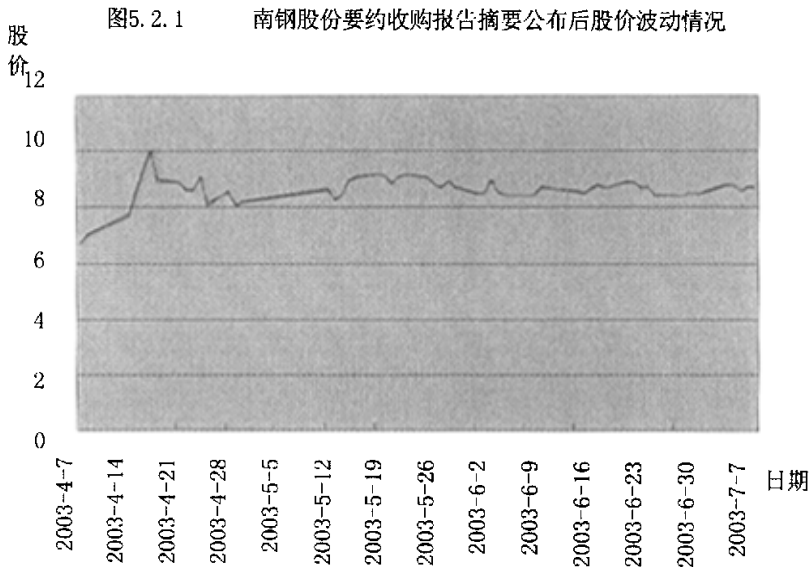
5.2 要约收购的定价分析

南钢股份作为我国上市公司第一例要约收购案，其收购的价格是：

对240万法人股的要约价格为每股3.81元，根据南钢股份要约收购报告披露，在公告《要约收购报告书》前六个月内，经北京中证评估有限责任公司中证评报字（2003）第007号评估：截至2002年12月31日，评估师运用重成本法评估南钢股份35760万股价值为136008万元，即3.81元/股，南钢联合正是按照这一评估价格作为非流通股的要约价格。查阅南钢股份2002年年报发现，公司的相关数据是：每股净资产3.46元，每股收益0.48元，资产质量和现金流情况都相当不错，这说明南钢股份本身经营业绩良好，具有较好的成长性。可见对于收购方南钢联合或其实际控制人复星集团而言，如果考虑到钢铁行业未来几年比较好的行业景气度和南钢股份在南京市场的竞争力，非流通股的要约价格只较每股净资产溢价10%，则其隐含的结论是：复星集团以较低成本获得南钢股份70.95%的控制权。

南钢股份流通股的要约价格为5.86元/股，根据南钢股份要约收购报告披露，在签署《要约收购报告书摘要》前六个月内，收购方不存在买卖南钢股份挂牌交易股份的行为；南钢股份挂牌交易股票（即流通股）在《要约收购报告书摘要》公告

前三十个交易日的每日加权平均价格的算术平均值的百分之九十为 5.86 元, 据此流通股的要约价格为 5.86 元/股, 这一价格远低于要约收购期间 (2003/6/12-2003/7/12) 南钢股份的市价 (最高价 9.00 元, 最低价 8.21 元), 见图 5.2.1:



因此对上市公司的其他股东尤其是流通股股东而言, 除非近期市场出现大幅度波动, 否则可以肯定, 不会有任何流通股股东愿意接受要约, 事实也证明了这一点, 至 2003 年 7 月 12 日要约收购期满, 根据预受要约结果, 南钢股份股东无人接受发出的收购要约。这样一个结果对保护流通股股东的利益是不利的。从另一个角度来看, 如果所有的上市公司收购案都以这样的原则定价, 则在市场比较平稳的情况下, 对流通股股东的收购都将以流通股没有或很少接受要约而告终。

5.2.1 用折现现金流量法确定非流通股部分的最低要约价格

折现现金流量法有很多种, 但在实务中大多使用公司现金流量模型。主要原因在于股权成本受资本结构的影响较大, 估计起来比较复杂。债务增加时, 风险上升, 股权成本会上升, 而上升的幅度不容易测定。加权平均资本成本受资本结构的影响较小, 比较容易估计。债务成本较低, 增加债务比重使加权平均资本成本下降。与此同时, 债务增加使风险增加, 股权成本上升, 使得加权平均资本成本上升。在无税和交易成本的情况下, 两者可以完全抵消, 这就是资本结构无关论。在有税和交

易成本的情况下，债务成本的下降也会大部分被股权成本的上升所抵消，平均资本成本对资本结构变化不敏感，估计起来比较容易。因此我们按照两阶段式的企业现金流量折现模型对南钢股份非流通股部分定价，即：公司的预期现金流量可分为两个阶段。如果公司在几年以后，达到一种稳定的状态并从那以后开始以稳定的增长率 g_n 增长，则

$$\text{公司价值} = \sum_{t=1}^{i=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{(WACC - g_n)(1+WACC)^n} \quad (5.2.1)$$

5.2.1.1 各种参数的计算

(1) 平均股票要求的收益率 K_m

K_m 指 $\beta=1$ 的股票要求的收益率，也是指包括所有股票的组合即市场组合要求的收益率。由于南钢股份是在上交所上市交易的，因此我们以上证指数走势为参考数据，而且时间越长，其结果越具有代表性。因此我们选取了 1996 年到 2002 年上证指数的收盘价，并进行复权处理，得出上证指数的平均收益水平为 17.25%。

(2) 无风险利率 K_f

K_f 是指无违约风险的证券或证券组合的收益率，其数值可根据十年期的国债利率来求出。本文采用的是 10 年期 2003 年记账式国债（代码为 010302）的固定票面利率 2.77%。

(3) β 系数的计算

对于用测定的 β 值来解释权益风险溢价，许多人提出了质疑。Banz(1981)和 Reinganum(1981)发现，对于各类股票收益率的解释除 β 值外还应加上显著的规模效应。 β 值即使没有完全无效，肯定至少也备受质疑^[5]。Fama (1992) 和 French (1992) 观察了从 1963 年至 1990 年的 β 和收益率，得出结论说两者之间没有关系^[7]。尽管 CAPM 备受争议，但目前没有发现更好的理论，CAPM 仍是使用最为广泛的权益资本估算模型。

本文使用回归直线法来计算 β 系数。根据数理统计的线性回归原理， β 系数均可以通过同一时期内的资产收益率和市场组合收益率的历史数据，使用线性回归方程预测出来， β 系数就是该线性回归方程的回归系数。本文采取了南钢股份股票和上证指数从 2000 年 1 月 19 日至 2003 年 4 月 8 日的收盘价，并进行了复权处理，通过 EXCEL 和 SPSS 线性回归之后，得出的结果见表 5.2.1：

表 5.2.1

β 系数的计算结果

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	3.390E-05	.001		.060	.952
	X	.921	.040	.684	22.966	.000

a. Dependent Variable: Y

因此 β 系数为 0.92。

(4) 权益资本成本 K_e

根据公式 $K_e = K_f + \beta (K_m - K_f)$, 得出南钢股份的权益资本成本为 16.1%。

(5) 加权平均资本成本 WACC

根据公式 $WACC = K_b(1-T)W_b + K_sW_s$, 通过查看 2002 年公司年报, 可以计算出 K_b, T, W_b, W_s . 带入上述公式中, 可以计算出加权资本成本 $WACC = 2.41\% \times (1-33\%) \times 18.48\% + 16.1\% \times 81.52\% = 13.42\%$ 。

(6) 增长率 g 的计算

增长率 = 期初净资产收益率 × 留存收益率。其中期初净资产收益率 = $\frac{\text{净利润}}{\text{期初所有者权益}}$, 留存收益率 = 1 - 股利支付率。期初净资产收益率和留存收益率的相关数据可根据 2002 年公司年报中计算得出, 代入上述公式中则求出 $g = 15.2\% \times 58.54\% = 8.9\%$ 。

(7) FCFF 的计算

$FCFF = EBIT(1-T) + \text{折旧} - \text{资本性支出} - \text{营运资本增加}$ 。其中 $EBIT = \text{税前利润} + \text{利息费用}$; 资本性支出 = 固定资产净值增加 + 折旧; 营运资本增加 = 现金增加数 + 应收款项增加数 + 存货增加数 + 其他流动资产增加数 - 应付款项增加数 - 其他流动负债增加数。以上数据可以通过查阅公司年报获取。

(8) 后续期价值的计算

$$\text{企业价值} = \text{预测其价值} + \text{后续期价值}, \text{后续期价值} = \frac{FCFF_{n+1}}{WACC - g_n} \quad (5.2.2)$$

(9) 每股股票价值的计算

$$\text{每股股票价值} = \frac{\text{实体价值} - \text{债务价值}}{\text{流通股股数}}$$

$$\text{其中债务价值} = \sum_{i=1}^{i=n} \frac{\text{偿还债务现金流量}}{(1 + \text{等风险债务利率})^i}$$

5.2.1.2 计算结果

我们运用上述公式来估计南钢股份的非流通股部分的价值，先假设如下：

在未来 n 年内，

(1) 不考虑宏观经济、钢铁行业以及其他不可预见因素导致南钢股份基本面发生重大变化。

(2) 企业不分配现金红利。(现金股利也可以重新投资并获得相应的投资收益率，该假设不成立不会影响估值结果)。

(3) 净资产收益率保持不变。

(4) 企业的资本支出保持 8.9% 的增长速度，且企业的固定资产折旧率和资本结构保持为 2002 年的水平。

(5) 自由现金流量在未来 n 年内保持 8.9% 的增长速度，年后，企业的自由现金流量增长率下降为 3.5% ($n=1$ 表明高速增长的时间为 1 年，1 年后进入稳定增长阶段) [35]。

(6) 价值按账面价值计算。

根据上述假设，可以得出结果，见表 5.2.2：

表 5.2.2 每股价值的计算结果

FCFF	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
估值模型	$n=1$	$n=2$	$n=3$	$n=4$	$n=5$	$n=6$	$n=7$	$n=8$
每股价值	7.85	8.11	8.33	8.51	8.64	8.72	8.76	8.81

通过表 5.2.2 可以看出，运用折现现金流量法对南钢股份的非流通股部分进行评估，最保守的评估价值也达到了 7.85 元/股，远远超过了按照净资产定价标准的 3.81 元/股。由于我们的估值结果是建立在诸多假设之上的，并且资料有限，考虑的因素可能也不全面，不能因此就认定南钢股份的内在价值远高于要约价格。但是市场告诉我们，单纯依靠重置成本法难以真正体现企业的内在价值，以此对要约收购进行估价难以引起股东的兴趣，造成要约收购流于形式，使得要约收购难以发挥资源

配置的作用。另外不应只采用一种评估方法，而应选择若干种适当的方法分别进行评估，再互相比较、验证，确定最终结果。因此根据 $P > V_B$ 的定价原理，有必要在现阶段使用折现现金流量法作为重置成本法的补充，通过折现现金流量法对收购目标进行估值之后，将估值结果与每股净资产值对比，然后在每股净资产值的基础上合理予以溢价来作为要约收购非流通股部分的最低要约价格，而不是单纯的以每股净资产值来定价，以此提高非流通股的定价标准。等到证券市场整体制度趋于合理，收购与反收购战术已得到极大发展之时，再用折现现金流量法完全取代重置成本法，对要约收购的非流通股进行定价，从而真正发挥要约收购的积极作用。

5.2.2 确定流通股部分的最低要约价格

从目前要约收购案例来看，除了山东临工为主动型要约收购外，其他要约收购均为在收购国有股或法人股时因超过 30% 股触发的强制性要约收购。可见这些收购方从一开始就是以收购非流通股为目的，希望以相对较低的价格获得公司控制权。即使是标榜主动型要约收购的山东临工，其结果也是将协议收购中因种种原因尚未获得的 9.91% 非流通股全额收入囊中，对流通股价格也是以底线而定。

根据《上市公司收购管理》的规定，南钢联合对南钢股份的流通股股东的要约价格是 5.86 元/股，而发出公告前该公司股票的收盘价是 7.04 元/股。显然收购人对流通股股东的要约价格普遍低于市场价格。人们不仅要问，这样的价格何以体现法律对中小股东的保护？因此，对流通股的要约价格的确定，可以采取更加市场化的思路，适当加大收购方的风险，保护流通股股东的利益。为了避免要约收购仅仅成为“非流通股转让的盛宴”，我们可以参照国外成熟市场要约价格比一般市场价高出 10%-15% 左右的的经验，将流通股要约价格定在高于底限定在比“在提示性公告日前三十个交易日内，被收购公司挂牌交易的该种股票的每日加权平均价格的算术平均值”高 10% 左右。

我们用这种标准重新考虑南钢股份流通股的最低要约价格。南钢股份在提示性公告日前 30 个交易日的收盘价见表 5.2.3：

表 5.2.3 南钢股份在提示性公告日前 30 个交易日的收盘价

日期	收盘价	日期	收盘价
2003-02-26,三	6.51	2003-03-19,三	6.35
2003-02-27,四	6.56	2003-03-20,四	6.33
2003-02-28,五	6.53	2003-03-21,五	6.42
2003-03-03,一	6.55	2003-03-24,一	6.47
2003-03-04,二	6.55	2003-03-25,二	6.39
2003-03-05,三	6.68	2003-03-26,三	6.38
2003-03-06,四	6.56	2003-03-27,四	6.51
2003-03-07,五	6.45	2003-03-28,五	6.59
2003-03-10,一	6.31	2003-03-31,一	6.65
2003-03-11,二	6.33	2003-04-01,二	6.64
2003-03-12,三	6.39	2003-04-02,三	6.72
2003-03-13,四	6.31	2003-04-03,四	6.7
2003-03-14,五	6.31	2003-04-04,五	6.67
2003-03-17,一	6.35	2003-04-07,一	6.74
2003-03-18,二	6.28	2003-04-08,二	7
算术平均值	6.51	比算术平均值高 10%	7.16

从表 5.2.3 中我们可以看出,流通股的最低要约价格为 7.16 元/股,远远大于 5.86 元/股。流通股收购价格的提高无疑将大大增加要约收购的成本,提高流通股股东向收购方抛售股票的可能性,使得一些本无意于实质性重组的收购方望而却步,从而促进证券市场实质性重组的开展。

5.3 南钢股份要约收购案的思考与建议

通过对南钢联合要约收购南钢股份这一我国首例要约收购案的分析与探讨,可以得到以下几个结论:

(1) 2003 年南钢股份要约收购案的出现,开创了中国证券市场要约收购之先河,无论从其为上市公司收购提供的模式创新、推动上市公司并购行为的市场化,还是出于对战略性收购和大规模产业整合的引导和鼓励,要约收购对中国证券市场的健康发展有着显著的积极意义。随着相关实践的不断增加与完善,要约收购完全可能成为推进上市公司实质性资产重组的重要途径。

(2) 虽然立法的初衷是保护小股东的利益,也考虑到了现阶段流通股和非流

通股价格的差别以及我国股市的巨幅波动,但我国要约收购价格的规定,在便利收购完成、降低收购公司的收购成本与保护小股东之间,法律技术性的偏向前者。首先,过低的要约收购价格使得小股东接受要约的可能性极低。再者,从另一角度看,对于那些善于在二级市场操作的收购方来说,即使被动持有了部分流通股,也可以创造出新的“盈利”机会。收购者可以对被收购的上市公司进行的资产重组,注入优质资产或时髦概念,推动二级市场股价攀升。由于二级市场平均市盈率较高,股价较高,股票市场上存在相当显著的价值放大效应。上市公司的市值增加幅度将远远大于收购方对上市公司的重组成本,这样收购方就通过二级市场将全部重组成本收回,甚至获利丰厚。

(3)《上市公司收购管理办法》第34条第1、2款规定了要约收购价格的底线,第3款规定:特殊情况下需要对上述价格确定原则作调整的,收购公司应当事先征得中国证监会可以要求其做出调整,由于我国股票的市盈率较高,《上市公司收购管理办法》为防止股市剧烈波动规定了较低的价格底线。但我国股票价格的不稳定性使得要约收购价格的显失公平有潜在的可能。《上市公司收购管理办法》虽然考虑到这种显失公平的可能,但并未对显失公平的异议程序及判断标准做出规定,中国证监会也没有制定相关的依据标准,这就使得该规则的弹性极大、法律的可预见性受到限制。因此,流通股股东很难依据该条要求收购公司调整过低的要约价格^[24]。

(4)长期使用单一的价值评估方法。在西方的并购市场实务中,特别重视和强调应该采取不同的方法对公司价值进行评估,以保证结果不会出现太大的误差。这是因为公司价值评估的各种方法都存在种种缺陷与不足,如果使用多种方法的结果有较大差异就说明评估中存在尚未考虑的问题;如果使用多种方法得到的结果很相近则说明评估值已经很接近目标公司的公允价值了。而本文对南钢股份的非流通股部分采用折现现金流量法进行估值,其结果与实际要约价格有较大差异,这说明我国单纯的以每股净资产值作为要约收购中非流通股的价值并不能有效的反映目标公司的真实价值。

(5)尽管条件还不完全成熟,但折现现金流量法仍然适用于我国上市公司要约收购中的非流通股估值,其评估结果有助于交易双方和投资者做出正确的决策;适当提高流通股的最低要约价格标准,会提高流通股股东向收购方抛售股票的可能性,使得一些本无意于实质性重组的收购方望而却步,从而促进证券市场实质性重组的开展。

可以预见要约收购将成为未来上市公司的主要收购方式之一,具有很强的实际意义,为保证要约收购在我国证券市场充分发挥资源配置的积极作用,建议如下:

(1)结合中国资产评估协会最近发布的《企业价值评估指导意见(试行)》对我国的要约收购进行定价。2005年4月1日起施行的《企业价值评估指导意见(试

行)》(以下简称《意见》)是我国第一部有关价值评估的规范性文件。《意见》不仅明确要求评估师在选择评估方法时要在分析收益法、市场法和成本法三种资产评估方法中选择一种或多种评估方法,还首次提出重视分析和披露控股权、非经营性资产等因素对企业价值的影响,同时对评估师的工作方法给予了明确,是评估行为更与国际接轨。《意见》还注意了对企业未来价值的判断,更有效的堵住国有资产流失的黑洞。

(2) 培养更多的理性、价值型投资者是要约收购合理化的重要因素。从现有案例来看,每次要约收购消息一出,该公司的股票立即受到追捧和炒作,导致目标公司股价飙升,甚至涨停,如此盲目的跟风使得收购方可以轻松避开要约义务,然而当收购完成后,股价随即回落,众多小股东复又被套牢,这使得要约收购的合理性、资产重组的经济效益大打折扣。若中小股东能秉持价值投资理念,面对声势浩大的要约收购时,他们能做出较为科学的判断,要约收购的合理性将得以体现。

(3) 积极稳妥的解决股权分置问题。从本质上说,要约收购定价制度的缺陷是证券市场整体制度缺陷的一种表现,只有当证券市场整体制度趋于合理时,要约收购制度才能真正完善。作为历史遗留的制度性缺陷,股权分置在诸多方面制约中国资本市场的规范发展和国有资产管理体制的根本性变革。因此 2004 年初发布的《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》中明确提出“积极稳妥的解决股权分置问题”。中国证监会于 2005 年 4 月 29 日发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》,宣布启动股权分置改革试点工作,三一重工、紫江企业、清华同方、金牛能源 4 家上市公司已被确定为首批股权分置改革试点企业。这样一系列措施将改变非流通股股东与流通股股东利益取向不一致的公司治理状况,有助于巩固全体股东的共同利益基础,促进上市公司治理的进一步完善,同时有利于高成长性企业利用资本市场进行并购重组,从整体上提高上市公司的质量,增强社会公众股东的持股信心。

(4) 将国有股减持纳入要约收购的制度框架,鼓励收购方通过对非流通股和流通股股东同时发出收购要约获得控制权,一个比较大胆的设想是,中国可以借鉴美国的主动收购要约制度,将要约收购变成对国有股权的公开竞价,对于国有资本拟退出的行业,在公开、完整地披露信息的基础上,鼓励不同的收购方提出各自的收购要约,通过市场方式解决国有股的定价和减持问题^[37]。

(5) 健全与要约收购制度相配套的反垄断法规的制定。目前,我国内资企业收购上市公司尚未涉及由于要约收购导致过度集中,排除或限制竞争等反垄断问题。在外资收购境内上市公司时,原国家经贸委颁布的《利用外资改组国有企业暂行规定》和原外经贸部颁布的《外资并购境内企业的暂行规定》中涉及了反垄断,但对判断依据、审核程序却没有出具体规定,我国现有的《反不正当竞争法》已无

法适应因要约收购而产生或导致的反垄断问题。在英国，与要约收购和上市公司收购相配套的反垄断法《公平交易法》在 1973 年已制定，所有资产规模以及市场份额达到一定标准的收购，均受《公平交易法》限制。1980 年，英国又制定了《竞争法》，对《公平交易法》的功能和总监的授权进行了补充。因此制定与要约收购相配套的《反垄断法》已迫在眉睫，通过制定与要约收购相关的《反垄断法》，实现对目标公司的消费者(其他利益相关者)利益的保护^[46]。

6 结论

起源于西方资本市场的要约收购，无论是对形成公司的控制权市场、进而敦促上市公司管理层努力为股东创造价值，还是实现小股东风险自主判断和去留的公平选择权，均具有非常积极的作用，是成熟市场上公司收购的普遍方式，也是各国证券立法监管的核心范畴。在我国上市公司要约收购规则体系建立以后，我国证券市场出现了第一批要约收购案例，要约收购在中国证券市场上有了实质性的进展，但是这些要约收购案例与世界上经典要约收购案例相去甚远。为何在国外证券市场里最具悬念与魅力的要约收购，一到国内市场便南辕北辙了，这需要我们探寻制度的根源。我国分类要约定价机制便是其中的一个问题，本文采用规范研究与案例研究相结合的方法，对我国上市公司要约收购和最低要约价格标准进行了系统的探讨，并对流通股和非流通股的最低要约价格分别予以改进。

由于本人的水平和能力有限，对我国的要约收购的定价机制只是做了肤浅的讨论，其中可能还存在诸多不足：由于中国股市的波动性较大，而本人又无法剔除市场因素的影响，再加上现金流量折现模型是建立在诸多假设之上的，因此本文用现金流量折现模型计算出来的企业内在价值可能会偏离企业的实际价值；由于样本量的限制，未能采用事件研究法对我国上市公司的要约收购进行研究，而是采用了规范研究和案例研究相结合的方法。因此运用事件研究法来分析我国要约收购的经济效应是今后的一个研究方向。

致谢

在论文完成之际，首先要感谢我的导师张洪珍老师。在整个研究生期间，张老师在生活上、思想上、学习上等各个方面都给了我无微不至的关怀，尤其是在整个论文的完成过程中，对论文的写作以及文章的框架等方面提出了宝贵的意见和建议。张老师渊博的理论知识、严谨的治学态度、勤奋的工作精神都使我获益匪浅，并将继续影响我对生活、工作的态度。在此谨向张老师表示衷心的感谢，祝她一生平安。

感谢张明燕老师、柳世平老师、唐婉红老师、刘义鹃老师、王光明老师和会计系的其他老师在学习上给我的具体指导和帮助。他们的传道之精、授业之勤、解惑之辛无不给我留下了深刻的印象。

同时还要感谢我的室友张福方、顾正娣、宋茂霞两年来在生活上给予我的照顾，感谢我的同学周园园、李晓棠、徐科英、胡洁、丁荣清、宋雷娟、潘晓红、陈镜宇、吴佳琦等两年来在学习上给予我的帮助，与他们共度的校园时光是我人生中美好的回忆。

最后感谢我的父母和家人对我精神和生活上无微不至的照顾和无私奉献！

参考文献

- 1 F.Modigliani and Merton H.Miller. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital:A Creation. American Economics Review, 1963 (June): 433-443
- 2 S.Sunder. Stock Price and Risk Related Accounting Changes in Inventory Valuation. Accounting Review,1973 (50): 302-315
- 3 H.Hong, R.S.Kaplan, G.Mandelker. Pooling versus Purchase: The Effects of Accounting for Mergers on Stock Prices. Accounting Review,1978 (53): 31-74
- 4 J.J.McConnell , C.J.Muscarella. Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm. Journal of Financial Economics,1985 (14): 399-422
- 5 R.Banz.The relationship between Return and the Market Value of Common Stocks.Journal of Financial Economics.1981(March): 3-18
- 6 M.Reiganum.Misspecification of Capital Asset Pricing: Empirical Anomalies Based on Earning Yields and Market Values.Journal of Financial Economics.1981(March): 19-46
- 7 E.Fama,K.French.The Cross-Section of Expected Stock Return . Journal of Finance .1992(June) : 427-465
- 8 B.Cornell , A.Shapiro.Corporate Stakeholders and Corporate Finance.Financial Management .1987 (16): 5-14
- 9 Michael Bradley, Anand Desai , E.Han Kim.Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms.Journal of Financial Economics. 1988(21): 3-40
- 10 A.Dixit,R.Pindyck.Investment Under Uncertainty(Princeton, NJ: Princeton University Press).1994
- 11 Jarrell, G.A. , J.A.Brickley , J.M.Netter..The Market for Corporate Control: the Empirical Evidence Since 1980.Journal of Economic Perspectives.1988(Winter 2): 49-68
- 12 P.Dodd. Merger Proposals, Managerial Discretion and Stockholder Wealth.Journal of Financial Economics.1980(Vol.8,NO.2): 127
- 13 Jesen,M.C. , R.Ruback. The Market for Corporate Control-the Scientific Evidence.Journal of Financial Economics.1983(11): 5-50
- 14 Black Law Dictionary .fifth edition .West Publishing co.:1316
- 15 中国注册会计师协会.财务成本管理.第1版.北京: 经济科学出版社, 2005
- 16 财政部注册会计师考试委员会办公室.会计.第1版.北京: 中国财政经济出版社,

2004

- 17 Damodaran,A. 著, 张志强等译. 价值评估—证券分析、投资评估与公司理财.第1版.北京: 北京大学出版社, 2003
- 18 王苏生.要约收购的理论与实证研究.第1版.北京: 中国金融出版社, 2003
- 19 汤姆·科普兰.价值评估—公司价值的衡量与管理(第3版).第1版.北京: 电子工业出版社, 2002
- 20 Cornell,B.著, 张志强等译.公司价值评估——有效评估与决策的工具.第1版.北京: 华夏出版社, 2001
- 21 王东, 张秋生.企业兼并与收购案例.第1版.北京: 清华大学出版社, 北京交通大学出版社, 2004
- 22 孙文军, 粟建国, 薛莲.上市公司股份回购理论与实务.第1版, 2002
- 23 张秋生, 王东.企业兼并与收购.第1版.北京:北方交大出版社,2001
- 24 申银万国收购兼并总部.要约收购在争议中前行.银行家.2004(12): 87-91
- 25 王旭国.中国上市公司并购交易制度的缺陷及改进对策.国有资产管理.2004(12): 46-49
- 26 徐惠珍.关注我国证券市场的“要约收购”.企业活力.2003(11): 6-7
- 27 石晓波.我国要约收购规则的制度缺陷与修正.管理世界.2004(3): 133-134
- 28 杜琼, 宋晓萌.试论我国要约收购.上海会计.2003(11): 36-37
- 29 秦勉.英美要约收购中的董事会治理及对我国的启示.国际金融研究.2004(4): 33-37
- 30 申银万国证券股份有限公司收购兼并总部.案例分析: 不得已而为之——成商集团要约收购案.银行家.2004(2): 58-61
- 31 屠明辉.论上市公司不豁免要约收购.企业经济.2001(3): 74-75
- 32 孙娜.美国要约收购的历史沿革.山西财经大学学报.2002(11): 6-8
- 33 白玲, 曹军新.要约收购离中国还有多远.金融与经济.2003(2): 22-24
- 34 卿智群, 范芳文.成商集团要约收购案分析.财会通讯.2004(3): 42-43
- 35 戴江筱.我国上市公司要约收购估值问题研究.中国人民大学硕士论文.2004(4)
- 36 崔学刚, 胡燕.要约收购实践与制度创新.财会月刊.2003(A9): 17-18
- 37 余颖, 陈琦伟.要约收购: 国际管制经验与中国应用前景.改革与战略.2001(2): 53-55
- 38 陈青, 周伟.中国上市公司的要约收购制度.经济管理.2004(1): 56-59
- 39 向德伟, 宋彩霞, 罗祥城.论要约收购.会计研究.2005(3): 36-41
- 40 李京.规范企业价值评估, 防止国有资产流失.商业会计.2005(2A): 7
- 41 江奇华, 实物期权在企业并购中的应用, 经济管理, 2004(17): 59-62

- 42 周姣.关于我国上市公司要约收购的研究.河海大学硕士论文.2004 (2)
- 43 陈红.上市公司要约收购:国际规制经验与中国制度设计.改革.2004 (3): 97-100
- 44 朱谦.论公开要约收购与中小股东利益保护.法学.2003 (8): 97-107
- 45 陈青,周伟.上市公司收购中的要约收购.浙江金融.2004 (1、2): 49-51
- 46 陈青,周伟.中国上市公司的要约收购制度.经济管理.2004 (1): 56-59
- 47 李惠,陈英,马利军.第一个吃螃蟹的“南钢股份”.新理财.2004 (1): 35-38
- 48 刘春江.控股溢价、分类要约与上市公司股东保护.证券市场导报,2005(4): 60-64
- 49 上海证券交易所网站.www.sse.com.cn: 上市公司财务报表、上市公司历史行情、上市公司公告摘要
- 50 深圳证券交易所网站.www.szse.cn: 上市公司财务报表、上市公司历史行情、上市公司公告摘要
- 51 巨潮资讯.www.cninfo.com.cn: 上市公司财务报表、上市公司历史行情、上市公司公告摘要、最新资讯
- 52 中国式要约收购价格:股权分置下的“怪胎”.www.ehongyuan.com
- 53 武国元,张雪芹.要约收购市场化任重道远. <http://www.2winstock.com/news.asp?id=182>
- 54 要约收购规则有漏洞. <http://www.cs.com.cn/csnews/20030415/354253.asp>
- 55 要约收购的价格设计有待完善. <http://web.cbex.com.cn/article/20030617/200306170051501.xml>
- 56 股票发行与交易管理暂行条例.www.fimr.org/rules_view.asp?id=25
- 57 吴昊.分类要约是中国特色.www.cs.com.cn
- 58 部分上市公司国有股转让价格调高说明什么.www.focus.cn
- 59 周春生.净资产标准不能机械运用.www.china.org.cn
- 60 R. Woolridge. Competitive Decline and Corporate Restructuring : Is a Myopic Stock Market to Blame?. *Journal of Applied Corporate Finance* .1988 (Spring,1) : 26-36
- 61 朱锡庆,黄权国.企业价值评估方法综述.财经问题研究.2004 (8): 58-61
- 62 中国证监会网站. <http://www.csrc.gov.cn/cn/homepage/index.jsp>